

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Aplikace vybraných metod ocenění podniku v odvětví telekomunikační činnosti
Valuation of the Company in the Telecommunications Sector by Selected Methods

Student: Bc. Lucie Pyšová
Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2019

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Lucie Pyšová**

Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: 6202T010 Finance

Téma: Aplikace vybraných metod ocenění podniku v odvětví telekomunikační
činnosti
Valuation of the Company in the Telecommunications Sector by
Selected Methods

Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teoretická východiska pro stanovení hodnoty společnosti
3. Strategická a finanční analýza podniku
4. Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty společnosti
5. Zhodnocení výsledků
6. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

COPELAND, T. E., T. KOLLER and J. MURRIN. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 3rd ed. New York: Wiley, c2000. ISBN 0-471-36190-9.

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.

MARÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. upr. a rozšř. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 23.11.2018

Datum odevzdání: 26.04.2019




Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry

prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal
děkan fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 10.července 2019

.....


Bc. Lucie Pyšová

Touto cestou bych ráda poděkovala vedoucí mé diplomové práce

prof. Dr. Ing. Daně Dluhošové.

za její ochotu, čas a odborné rady, které mi poskytla při zpracování této diplomové práce.

Obsah

1	Úvod	7
2	Teoretická východiska pro stanovení hodnoty podniku.....	8
2.1	Vymezení základních pojmů.....	8
2.2	Postup při oceňování podniku	10
2.3	Sběr vstupních dat.....	11
2.4	Strategická analýza	11
2.4.1	Vnější potenciál	12
2.4.2	Vnitřní potenciál	13
2.5	Finanční analýza.....	14
2.5.1	Vertikálně-horizontální analýza	14
2.5.2	Poměrové ukazatele	15
2.5.3	Kralickuv Quick-test.....	20
2.5.4	SWOT analýza.....	20
2.6	Finanční plánování	21
2.6.1	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	21
2.6.2	Predikce generátorů hodnoty	21
2.6.3	Postup pro sestavení finančního plánu	23
2.7	Náklady kapitálu	24
2.8	Metody oceňování	25
2.8.1	Výnosové metody	25
2.8.2	Majetkové metody.....	30
2.8.3	Komparativní metody.....	31
2.8.4	Kombinované metody.....	31
2.9	Citlivostní analýza.....	32
3	Strategická a finanční analýza podniku.....	33
3.1	Charakteristika vybrané společnosti.....	33
3.1.1	Základní informace o společnosti a vlastnická struktura	33
3.1.2	Základní údaje o akcích společnosti.....	35
3.1.3	Dodavatelé.....	36
3.1.4	Investiční politika	37
3.1.5	Dividendová politika.....	37
3.1.6	Výhled na rok 2019.....	38
3.2	Strategická analýza	38
3.2.1	Analýza vnějšího potenciálu (ČR)	39
3.2.2	Analýza vnitřního potenciálu (ČR).....	42
3.2.3	Analýza vnějšího potenciálu (SK).....	44
3.2.4	Analýza vnitřního potenciálu (SK)	47

3.2.5	Predikce konsolidovaných tržeb společnosti	48
3.3	Finanční analýza.....	49
3.3.1	Vertikálně-horizontální analýza	50
3.3.2	Ukazatele rentability	55
3.3.3	Ukazatele finanční stability a zadluženosti	56
3.3.4	Ukazatele aktivity	58
3.3.5	Ukazatele likvidity	59
3.3.6	Ukazatele s využitím údajů kapitálového trhu	61
3.3.7	Kralickuv Quick-test.....	61
3.4	SWOT analýza.....	62
4	Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku	63
4.1	Prognóza generátorů hodnoty	63
4.1.1	Tržby	63
4.1.2	Provozní zisková marže	63
4.1.3	Čistý pracovní kapitál.....	65
4.1.4	Investice.....	66
4.2	Finanční plán	68
4.2.1	Plán výkazu zisku a ztráty	68
4.2.2	Plán rozvahy	69
4.3	Výpočet nákladů kapitálu.....	71
4.3.1	Náklady na vlastní kapitál	71
4.3.2	Náklady na cizí kapitál	72
4.3.3	Náklady celkového kapitálu	72
4.3.4	Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF-Entity.....	73
4.3.5	Stanovení hodnoty společnosti metodou EVA-Entity	74
4.3.6	Stanovení hodnoty společnosti účetní metodou.....	75
4.3.7	Stanovení hodnoty společnosti na bázi tržní kapitalizace	75
5	Zhodnocení výsledků.....	76
5.1	Citlivostní analýza pro metodu DCF-Entity.....	77
5.2	Citlivostní analýza pro metodu EVA-Entity	78
5.3	Analýza scénářů	79
6	Závěr.....	81
	Seznam použité literatury	83
	Seznam zkratk	85
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	
	Přílohy	

1 Úvod

Oceňování firmy patří v prostředí podnikových financí k často diskutovaným tématům a je považováno za proces vedoucí ke stanovení celkové hodnoty společnosti či jednotlivých podnikových úseků. Znalost této hodnoty je důležitá pro celou řadu taktických i dlouhodobých strategických plánů podniku.

Cílem práce je stanovení tržní hodnoty společnosti O2 Czech Republic a.s. vybranými metodami ocenění k 1.1.2019 za účelem případného prodeje nespécifikovanému kupujícímu.

Práce bude strukturována do čtyř částí. V první části bude přiblížena metodika a teoretická východiska nezbytná pro stanovení hodnoty společnosti. V jednotlivých podkapitolách budou postupně vymezeny základní pojmy, vstupní data, postup ocenění, východiska strategické a finanční analýzy. Dále bude přiblíženo finanční plánování, způsoby určování nákladů kapitálu a jednotlivé metody ocenění, které budou použity při stanovení hodnoty společnosti. Na závěr bude popsána citlivostní analýza.

Předmětem druhé části diplomové práce bude strategická a finanční analýza podniku. Na začátku kapitoly bude představena a blíže specifikována činnost společnosti O2 Czech Republic a.s., následně bude provedena analýza tržního prostředí, jejímž cílem bude predikce budoucích tržeb společnosti, dále bude pomocí vybraných metod finanční analýzy zhodnocena finanční situace společnosti a provedena SWOT analýza.

Ve třetí části diplomové práce bude stanovená prognóza generátorů hodnoty, sestaven budoucí finanční plán, určeny náklady vlastního, cizího a celkového kapitálu a budou aplikovány vybrané metody pro stanovení hodnoty podniku.

V rámci čtvrté kapitoly budou zhodnoceny a shrnuty získané hodnoty společnosti zjištěné aplikací vybraných metod ocenění. Předmětem kapitoly bude také provedení analýzy odchylek pro jednotlivé metody.

2 Teoretická východiska pro stanovení hodnoty podniku

V této kapitole budou přiblížena teoretická východiska pro stanovení hodnoty podniku. V první části budou vymezeny základní pojmy související s problematikou oceňování a bude charakterizován postup stanovení hodnoty podniku. V dalších podkapitolách budou popsány jednotlivé části postupu oceňování, a to strategická analýza, finanční analýza, stanovení nákladů kapitálu a tvorba finančního plánu. V rámci poslední části budou představeny jednotlivé metody používané pro ocenění a také citlivostní analýza. Informace využitě pro vytvoření této kapitoly byly čerpány z odborné literatury uvedené v závěru této práce, zejména se však jedná o následující publikace: Dluhošová (2010), Kislingerová (2001), Kislingerová (2010), Kubíčková a Jindřichovská (2015) a Mařík (2018).

2.1 Vymezení základních pojmů

V této části práce jsou přiblíženy základní pojmy související s problematikou stanovení hodnoty podniku.

Definice podniku

Pro účely ocenění je vhodné vymežit samotný pojem podnik. Ten je dle § 502 nového Obchodního zákoníku nahrazen pojmem obchodní závod a definován jako *organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu*. V práci je dále používán pojem podnik.

Kategorie hodnoty

V souvislosti s problematikou oceňování jsou spojeny pojmy cena a hodnota, které je nutno rozlišovat. Pojem cena je částka nabízená, požadovaná či zaplacená při uskutečnění transakce a hodnota představuje odhadnutou částku, kolem které by se cena měla pohybovat. Zaplacená cena se však může od odhadnuté hodnoty v důsledku různých faktorů lišit.

Hodnota ocenění je do jisté míry závislá na účelu ocenění a také na subjektu, z jehož hlediska je určována. Pro správné ocenění je tedy nutné vymežit hledanou kategorii hodnoty. Základní kategorie hodnoty jsou brutto a netto hodnota. V případě brutto hodnoty se jedná o určení hodnoty celkových aktiv a v případě netto hodnoty

je brutto hodnota očištěna o závazky, jedná se tedy o hodnotu vlastního kapitálu. Dále rozlišujeme čtyři základní přístupy k oceňování podniku, které vycházejí z těchto praktických otázek:

- Kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu?
- Jakou hodnotu má podnik pro konkrétního kupujícího?
- Jaká hodnota je nesporná?

Z těchto hledisek rozlišujeme tržní, investiční, spravedlivou a objektivizovanou hodnotu a také přístupy dle Kolínské školy.

Tržní hodnota

Tato hodnota souvisí s otázkou: Kolik je ochoten zájemce zaplatit na trhu? Otázka vychází z předpokladu, že existují podmínky pro vznik tržní ceny. Existuje tedy trh s podniky, na kterém existuje více kupujících a prodávajících. Tržní hodnota je vymezena mezinárodními oceňovacími standardy jako *„odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek nebo závazek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku (Mařík, 2018 s. 26).“* Tuto hodnotu je možné využít při ocenění v souvislosti s uváděním podniku na burzu či při prodeji podniku, kdy není znám konkrétní kupující.

Subjektivní hodnota

Subjektivní neboli investiční hodnota určuje, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího. V Mezinárodních oceňovacích standardech je tento pojem definován jako *„hodnota aktiva pro konkrétního stávajícího nebo předpokládaného vlastníka s hledem na individuální investiční nebo provozní cíle. (Mařík 2018, s.34)“* Tato hodnota je tedy dána subjektivními názory konkrétních subjektů a může se lišit od tržní hodnoty majetku. Subjektivní hodnota je využívána například pro ocenění za účelem koupě či prodeje podniku, kdy je nutné zjistit, zdali je pro daný subjekt transakce výhodná či nikoliv anebo v případě rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.

Objektivizovaná hodnota

Dle německých oceňovacích standardů tato objektivizovaná hodnota *„představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu,*

kteřá je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku (Mařík 2018, s. 35). Hodnota je považována za lehce přezkoumatelnou, vzhledem ke stejným metodickým výpočtům lehce ověřitelnou a vychází z předpokladu budoucího fungování společnosti. Objektivizované ocenění je možné využít například při poskytování úvěru či při zjišťování reálné hodnoty podniku.

Hodnota dle Kolínské školy

Vzhledem k omezenosti trhu s podniky v evropských podmínkách a problematičnosti vyjádření tržní hodnoty je často využíváno subjektivní ocenění. S tímto pohledem pracuje Kolínská škola, v rámci, které je ocenění postaveno na obecných funkcích, které ocenění představuje pro uživatele jeho výsledků. Jedná se o funkci poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou. Každé funkci pak odpovídá odlišná kategorie hodnoty. Účel provedení ocenění je pak možné odvodit z názvů jednotlivých funkcí.

2.2 Postup při oceňování podniku

Proces stanovení hodnoty podniku představuje pro zpracovatele velmi náročný úkol, v rámci, kterého je třeba vyřešit celou řadu dílčích problémů nezbytných pro stanovení výroku o hodnotě podniku. Všeobecný postup Mařík (2018) shrnuje do následujících základních kroků:

- stanovení základních předpokladů a účelu ocenění,
- sběr vstupních dat,
- strategická analýza,
 - analýza vnějšího potenciálu,
 - analýza vnitřního potenciálu,
- finanční analýza,
 - vertikálně horizontální analýza,
 - poměrová analýza,
 - swot analýza,
- prognóza generátorů hodnoty,

- finanční plán,
- odhad parametrů,
 - odhad budoucích užitků,
 - stanovení diskontní míry
- ocenění,
- citlivostní analýza.

V následujících podkapitolách budou přiblíženy teoretická východiska dílčích kroků oceňování.

2.3 Sběr vstupních dat

Nezbytným krokem pro provedení ocenění je zajištění vstupních dat. Rozsah těchto dat je značný a pokrývá téměř celé dění ve společnosti. Pro provedení kvalitního ocenění je nutné mít k dispozici nejen údaje o podniku samotném, ale také informace o prostředí, ve kterém daná společnost působí (tj. makroekonomické prostředí a konkrétní odvětví).

Mařík (2018) rozděluje vstupní data do sedmi skupin. První skupinou jsou základní data o podniku. Tyto data identifikují daný podnik. Jedná se například o název, právní formu a IČ společnosti, vymezení předmětu podnikání (v českých podmínkách dle odvětvové kvalifikace CZ-NACE), strukturu vlastníků a dceřiných společností atd. Další významnou oblastí jsou ekonomická data, která vycházejí z účetních výkazů společnosti, výročních zpráv, podnikových plánů a zpráv auditorů, a to alespoň za posledních 3 až 5 let. Důležité jsou také informace o relevantním trhu, tedy o odvětví, ve kterém se daný podnik pohybuje. Posuzuje se také konkurenční struktura relevantního trhu, odbyt a marketing (struktura odbytu, hodnocení produktů, ceny, výzkum a vývoj), výroba a dodavatelé a v neposlední řadě také zaměstnanci, a to jejich struktura, produktivita práce, personální náklady či obecná situace na pracovním trhu.

2.4 Strategická analýza

Strategická analýza je významnou fází v procesu ocenění. Jejím hlavním cílem je vymezení celkového výnosového potenciálu společnosti, který je do jisté míry závislý na vnějším a vnitřním potenciálu společnosti. Vnější potenciál je možné vyjádřit

riziky a šancemi vyplývajícími z podnikatelského prostředí, na kterém oceňovaná společnost působí. Vnitřní potenciál je vyjádřen silnými a slabými stránkami podniku, respektive cílem je vyjádření, do jaké míry je podnik schopen využívat šance a čelit rizikům, jímž je vystaven v rámci podnikatelského prostředí, na kterém působí. Tato část analýzy je tedy zaměřena na analýzu konkurence a snahu zjistit, zdali podnik disponuje nějakou významnou konkurenční výhodou. Proces strategické analýzy vede k predikci budoucích tržeb oceňovaného podniku.

2.4.1 Vnější potenciál

Smyslem analýzy vnějšího potencionálu je prognóza vývoje prostředí, ve kterém se daný podnik pohybuje. Dle Maříka (2018) je výchozím krokem této analýzy vymezení relevantního trhu oceňovaného podniku, a to z hlediska věcného, územního, zákazníků a konkurentů. Volba trhu je předpokladem pro získání základních dat relevantního trhu, posouzení jeho atraktivity a následného zpracování prognózy dalšího vývoje tohoto trhu. Shromažďována jsou tedy historická data o vývoji a velikosti analyzovaného trhu v čase. Velikost trhu je často dána součtem tržeb společností působících na zvoleném trhu.

Budoucí vývoj velikosti sledovaného trhu se odvíjí od předešlého tempa růstu předmětného trhu a je možné ho predikovat užitím jednoduché analýzy časové řady nebo regresní analýzou. U regresní analýzy se předpokládá vzájemná závislost vývoje odvětví a faktorů ovlivňujících daný trh. Mezi tyto faktory je možné zařadit makroekonomické veličiny, jako je například hrubý domácí produkt, roční míra inflace, nezaměstnanost, úrokové sazby, demografické, či další relevantní faktory.

Provedení regresní analýzy vede k nalezení matematického vztahu mezi vývojem trhu a vývojem faktorů. Před stanovením regresního modelu je nezbytné ověřit vzájemnou závislost vysvětlujících proměnných (vybraných faktorů). Tuto závislost je možné ověřit vytvořením korelační matice. Pokud se v korelační matici objeví hodnota vyšší než 0,8 znamená to, že mezi proměnnými existuje silná statistická závislost a je nezbytné proměnné z modelu vyřadit. V případě pozitivního výsledku korelační analýzy je možné stanovit regresní model.

Pro správné stanovení modelu je dle Zmeškala (2013) zapotřebí ověřit statistickou významnost modelu jako celku a statistickou významnost jednotlivých parametrů. Model je staticky významný, pokud je hodnota významnosti F menší než

hladina spolehlivosti (většinou stanovená ve výši 5 %). Stejným způsobem lze ověřit i významnost jednotlivých parametrů. Zde se s hladinou spolehlivosti porovnává hodnota P. Další významnou charakteristikou je hladina spolehlivosti R, která udává, do jaké míry lze vývoj závislé proměnné vysvětlit sestaveným modelem. Charakteristika teda slouží k porovnání jednotlivých modelů a je žádoucí, aby se její hodnota přibližovala k 1. Výslednou rovnici pro výpočet predikovaných budoucích hodnot velikosti trhu, lze na základě výpočtů regresní analýzy obecně zapsat pomocí následujícího vztahu:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \cdot x_1 + \beta_2 \cdot x_2 + \dots \beta_n \cdot x_n, \quad (2.1)$$

kde Y je velikost relevantního trhu, β jsou parametry modelu, x jsou jednotlivé faktory a n je počet faktorů.

Dosazením do této rovnice jsou získány výsledné hodnoty predikovaných budoucích tržeb.

2.4.2 Vnitřní potenciál

Analyzováním vnitřního potenciálu je směřováno k prognóze tržeb konkrétního oceňovaného podniku. Tržby jsou predikovány na základě stanovení tržního podílu.

Tržní podíl společnosti lze získat pomocí vztahu:

$$\text{tržní podíl} = \frac{\text{tržby oceňované společnosti}}{\text{velikost relevantního trhu}}. \quad (2.2)$$

Dalším postupem je stanovení tempa růstu tržního podílu v jednotlivých letech, které je stanoveno užitím tohoto vzorce:

$$\text{tempo růstu} = \frac{\text{tržní podíl}_t - \text{tržní podíl}_{t-1}}{\text{tržní podíl}_{t-1}}, \quad (2.3)$$

kde t značí roky.

Výsledným hodnotám tempa růstu v jednotlivých letech je nezbytné přiřadit váhy, kdy největší význam je postupně dáván hodnotám z období nejvíce se přibližujícímu dni ocenění, a naopak nejnižší váhy jsou přiřazeny hodnotám let starších.

Budoucí hodnoty tržeb oceňované společnosti jsou predikovány pomocí součinu vážených temp růstu a poslední známé hodnoty tržního podílu. Výpočet je proveden pomocí těchto vztahů:

$$\emptyset \text{ tempo růstu tržeb} = \sum \text{tempo růstu tržeb}_t \cdot w_t, \quad (2.4)$$

$$\text{tržby}_t = \text{tržby}_{t-1} \cdot \emptyset \text{ tempo růstu tržeb}, \quad (2.5)$$

kde w je váha přiřazená jednotlivým tržbám v daných letech.

Určení tržního podílu a jeho vývoje by mělo vyházet také z analýzy konkurenčního prostředí. Důležitým prvkem analýzy vnitřního potenciálů je tedy také identifikace hlavních konkurentů a charakteristika souvisejících faktorů, které by mohly mít vliv na tržním podílu. Mezi takovéto faktory můžeme zařadit cenu a kvalitu konkurenčních produktů, marketing, kvalitu managementu a další.

2.5 Finanční analýza

Finanční analýza podává souhrnné informace o aktuálním stavu společnosti a nastiňuje možný budoucí vývoj podniku, díky čemuž slouží jako významný podklad pro rozhodování v oblasti oceňování podniků.

Za základní zdroj potřebných dat a informací nezbytných pro provedení finanční analýzy je všeobecně považována účetní závěrka a příloha k účetní závěrce. Účetní závěrka je tvořena rozvahou, která zachycuje majetkovou a finanční strukturu společnosti, výkazem zisku a ztráty, jenž podává přehled o výnosech a nákladech spojených s činností podniku v rámci daného účetního období a také přehledem o finančních tocích, který poskytuje informace o skutečných změnách stavu peněžních prostředků.

Pro hodnocení finanční pozice společnosti je využívána celá řada metod finanční analýzy. V této práci bude blíže přiblížena metoda vertikálně-horizontální analýzy, poměrová analýza a vybrané predikční modely.

2.5.1 Vertikálně-horizontální analýza

Dluhošová (2010) považuje tuto metodu za velice přínosnou a efektivní, neboť poskytuje kombinovaný komplexní přehled ohledně vývoje souhrnných finančních ukazatelů a současně struktury v čase. V rámci tohoto přístupu je tedy

analyzováno, zda se při změnách celkových souhrnných ukazatelů mění struktura nebo zůstává stejná a zdali je tato změna příznivá či nikoliv.

Dle Kubíčkové a Jindřichovské (2015) vertikální analýza vyčísluje podíl určených položek na daném celku, čímž popisují strukturu tohoto souboru. Pro výpočet je využíván vzorec:

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.6)$$

kde U_i je hodnota analyzovaného ukazatele a $\sum U_i$ je souhrnný ukazatel.

Kislingerová (2010) uvádí, že horizontální analýza měří pohyb jednotlivých veličin a intenzitu této změny. Změny lze vyjádřit absolutně nebo relativně následujícími vztahy:

$$\text{abs.}\Delta = U_1 - U_0 = \Delta U_1, \quad (2.7)$$

$$\text{rel.}\Delta = \frac{U_1 - U_0}{U_0} = \frac{\Delta U_1}{U_0}, \quad (2.8)$$

kde $\text{abs.}\Delta$ je absolutní změna, U je hodnota ukazatele, 1 je sledovaný rok, 0 rok předešlý a $\text{rel.}\Delta$ je relativní změna.

2.5.2 Poměrové ukazatele

Analýza poměrových ukazatelů je považována za velice oblíbený a významný způsob hodnocení finančního zdraví společnosti, a to především díky rychlému a jednoduchému způsobu sestavení a zároveň jejímu rozsahu využití. Poměrové ukazatele jsou obecně vyjádřeny jako poměry vybraných účetních hodnot získaných z účetních výkazů. Ukazatele jsou členěny do několika oblastí, a to na ukazatele rentability, zadluženosti, aktivity, likvidity a na ukazatele s využitím údajů kapitálového trhu.

Ukazatele rentability

Dluhošová (2010) uvádí, že ukazatele rentability hodnotí výnosnost vloženého kapitálu a pro výpočet těchto ukazatelů lze obecně použít poměr zisku a vloženého kapitálu. Výsledné hodnoty lze obecně interpretovat jako výši zisku připadající na jednotku vloženého kapitálu a odpovídají tedy na otázku, zdali je firma schopna efektivně využívat investované prostředky. Mezi základní ukazatele rentability patří

ukazatel rentability aktiv (ROA), rentability vlastních zdrojů (ROE), rentability dlouhodobých zdrojů (ROCE) a rentability tržeb (ROS). Je žádoucí, aby tyto ukazatele v čase vykazovaly rostoucí trend. Pro výpočet těchto ukazatelů lze využít následující vztahy:

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.9)$$

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + DL.CZ}, \quad (2.10)$$

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.11)$$

$$ROS = \frac{EAT}{T}, \quad (2.12)$$

kde *EBIT* je zisk před zdaněním a úroky, *A* jsou aktiva, *VK* vlastní kapitál, *DL.CZ* dlouhodobé cizí zdroje, *EAT* čistý zisk a *T* tržby.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Kislingerová (2001) tvrdí, že tato skupina ukazatelů informuje o úspěšnosti managementu společnosti při získávání dodatečných zdrojů financování. K významným ukazatelům v této oblasti patří ukazatel celkové zadluženosti, podíl vlastního kapitálu na aktivech, stupeň krytí stálých aktiv, majetkový koeficient, dlouhodobá a běžná zadluženost a úrokové krytí.

Ukazatel celkové zadluženosti představuje míru využití cizích zdrojů ve společnosti. Knápková a Pavelková (2010) doporučují, aby se tyto hodnoty pohybovaly v rozmezí 30-60 % a vykazovaly klesající trend. Výpočet ukazatele je dán vztahem:

$$\text{celková zadluženost} = \frac{CZ}{A}, \quad (2.13)$$

kde *CZ* jsou cizí zdroje a *A* aktiva.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech udává, do jaké míry je majetek společnosti kryt z vlastních zdrojů. Je žádoucí, aby hodnota ukazatele v čase rostla. Pro výpočet výsledných hodnot je možné použít vzorec:

$$\text{podíl VK na aktivech} = \frac{VK}{A}, \quad (2.14)$$

kde VK je vlastní kapitál a A jsou aktiva.

Pomocí ukazatele stupeň krytí stálých aktiv lze zjistit, jaký způsob financování je v dané společnosti využíván. Rozlišujeme agresivní způsob financování, kdy je část stálých aktiv financována z krátkodobých zdrojů a konzervativní způsob financování, který je sice považován za méně rizikový, ale pro společnost je finančně mnohem náročnější. Vzorec pro výpočet je:

$$\text{stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dl. kapitál}}{\text{stálá aktiva}}. \quad (2.15)$$

Majetkový koeficient neboli finanční páka udává, jak velká část dlouhodobého majetku společnosti je kryta vlastními zdroji. Vztah pro výpočet je:

$$\text{finanční páka} = \frac{A}{VK}, \quad (2.16)$$

kde A jsou aktiva a VK vlastní kapitál.

Velice často užívaným ukazatelem zadluženosti je ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu, jež vyjadřuje podíl cizích zdrojů na vlastním kapitálu. Dluhošová (2010) považuje za optimální výsledné hodnoty ukazatele hodnoty v rozmezí 80-120 % s rostoucí tendencí v čase. Ukazatel lze zapsat vztahem:

$$\text{zadluženost VK} = \frac{CZ}{VK}, \quad (2.17)$$

kde VK je vlastní kapitál a CZ cizí zdroje.

Pomocí ukazatele úrokového krytí lze zjistit, zdali je společnost schopna splatit úroky prostřednictvím dosaženého zisku. Pro výpočet lze použít vztah:

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{úroky}}{EBIT}, \quad (2.18)$$

kde $EBIT$ je zisk před daněmi a úroky.

Ukazatele aktivity

Pro rozhodování v rámci řízení aktiv je vhodné využít poměrové ukazatele aktivity, které sledují vázanost jednotlivých složek pasiv v různých formách aktiv. Tuto skupinu ukazatelů lze rozdělit do dvou podkategorií, a to na ukazatele obrátky neboli rychlost obrátu a dobu obrátu.

Kislingerová (2010) tvrdí, že pomocí ukazatele obrátky celkových aktiv lze určit, zdali je společnost schopna využívat vložené prostředky efektivně. Výpočet ukazatele lze provést na základě vztahu:

$$\text{obrátka celkových aktiv} = \frac{T}{A}, \quad (2.19)$$

kde T jsou tržby a A aktiva.

Další podkategorií jsou ukazatele doby obrátu, které obecně vyjadřují čas potřebný na přeměnu vybrané části aktiv na hotovost prostřednictvím tržeb. K základním ukazatelům patří doba obrátu aktiv, pohledávek a závazků a ty jsou dány těmito vztahy:

$$\text{doba obrátu aktiv} = \frac{A}{T} \cdot 360, \quad (2.20)$$

$$\text{doba obrátu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{T} \cdot 360, \quad (2.21)$$

$$\text{doba obrátu závazků} = \frac{\text{závazky}}{T} \cdot 360, \quad (2.22)$$

kde A jsou aktiva a T tržby.

Ukazatele likvidity

Skupina ukazatelů likvidity poměřuje schopnost podniku přeměnit svá oběžná aktiva na peněžní prostředky. Odpovídá tedy na otázku, zdali je společnost schopna platit za své závazky včas a v potřebné výši. K základním ukazatelům této skupiny patří ukazatele celkové, pohotové a okamžité likvidity. Vybrané ukazatele lze vyjádřit pomocí vztahů:

$$\text{celková likvidita} = \frac{OA}{\text{kr. závazky}}, \quad (2.23)$$

$$\text{pohotov\'a likvidita} = \frac{OA - \text{z\'asoby}}{\text{kr. z\'avazky}}, \quad (2.24)$$

$$\text{okam\text{z}it\'a likvidita} = \frac{PPP}{\text{kr. z\'avazky}}, \quad (2.25)$$

kde *OA* zna\'c\'i ob\'e\text{z}n\'a aktiva a *PPP* jsou pohotov\'e platebn\'ı prost\'redky.

V\'ysledn\'e hodnoty ukazatel'u by se m\'ely pohybovat v doporu\'cen\'em rozmez\'ı, kter\'e Kn\'apkov\'a a Pavelkov\'a (2010) stanovuj\'ı pro ukazatel celkov\'e likvidity ve v\'y\text{s}ı od 1,5 do 2,5 pro pohotovou likviditu v intervalu 1 a\text{z} 1,5 a pro okam\text{z}itou likviditu v rozmez\'ı 0,2 a\text{z} 0,5.

Pro dopln\'en\'ı charakteristiky ukazatel'u likvidity je vhodn\'e vyu\text{z}\'ıt tak\'e rozd\'ılov\'e ukazatele. V\'yznamn\'e postaven\'ı zauj\'ım\'a ukazatel \text{c}ist\'eho pracovn\'ıho kapit\'alu (\text{C}PK), jeho\text{z} hodnota p\'redstavuje tu \text{c}\'ast majetku, kter\'a je financov\'ana z dlouhodob\'ych zdroj'u. Pro stanoven\'ı hodnoty ukazatele lze vyu\text{z}\'ıt vztahy:

$$\text{C}PK = OA - \text{kr. z\'avazky}, \quad (2.26)$$

$$\text{C}PK = \text{dl. zdroje} - \text{st\'al\'a aktiva}. \quad (2.27)$$

Ukazatele s vyu\text{z}\'ıt\'ım \'udaj'u kapit\'alov\'eho trhu

V porovn\'an\'ı s ostatn\'ımi pom\'erov\'ymi ukazateli, tyto ukazatele nevych\'azej\'ı pouze z \'udaj'u obsa\text{z}en\'ych v \'u\text{c}etnictv\'ı, n\'ıbr\text{z} tyto data kombinuj\'ı s daty kapit\'alov\'eho trhu a jsou tak sm\'eroDATN\'e p\'redev\text{s}\'ım pro investory, kter\'ym poskytuj\'ı vod\'ıtko p\'ri posuzov\'an\'ı investicn\'ıch variant. K z\'akladn\'ım ukazatel'um t\'eto skupiny pat\'rı \text{c}ist\'y zisk na akcii a Price-Earnings Ratio (P/E ratio). V\'ypo\text{c}ty jsou d\'any vztahy:

$$\text{\text{c}ist\'y zisk na akcii} = \frac{EAT}{\text{po\text{c}et kus'u kmenov\'ych akci'ı}}, \quad (2.28)$$

$$\frac{P}{E} \text{ratio} = \frac{\text{tr\text{z}n\'ı cena akcie}}{\text{\text{c}ist\'y zisk na akci'ı}} \quad (2.29)$$

Souhrnn\'e modely hodnocen\'ı finan\'cn\'ı \'urovn'e

Smyslem souhrnn\'ych ukazatel'u je dle Kub\'ı\text{c}kovsk\'e a Jindřichovsk\'e (2015) to, \text{z}e oproti pom\'erov\'ym ukazatel'um, kter\'e hodnot\'ı jednotliv\'e oblasti finan\'cn\'ıho zdrav\'ı

společnosti odděleně, hodnotí finanční situaci podniku jednou charakteristikou, např. číslem. Mezi tyto modely se řadí např. Altmanův, Taflerův a Beaverův model, Kralickuv Quick-test, Rychlý test a Tamariho model.

2.5.3 Kralickuv Quick-test

U tohoto modelu jsou obodovány intervaly hodnot vybraných ukazatelů dle Tab. 2.1.

Tab. 2.1 Bodové hodnocení intervalů hodnot

R1		R2	
0,3 a více	4 body	3 a méně	4 body
0,2 až 0,3	3 body	3 až 5	3 body
0,1 až 0,2	2 body	5 až 12	2 body
0,0 až 0,1	1 bod	12 až 30	1 bod
0,0 a méně	0 bodů	30 a více	0 bodů

R3		R4	
0,15 a více	4 body	0,1 a více	4 body
0,12 až 0,15	3 body	0,08 až 0,1	3 body
0,08 až 0,12	2 body	0,05 až 0,08	2 body
0,00 až 0,08	1 bod	0,00 až 0,05	1 bod
0,00 a méně	0 bodů	0,00 a méně	0 bodů

Zdroj: Dluhošová (2010, str.100)

Výsledná hodnota modelu je následně určena pomocí váženého průměru. Dluhošová (2010) uvádí, že pokud výsledné hodnocení nabývá větší hodnoty než 3 body, podnik se nachází ve velmi dobré finanční situaci a pokud je hodnota menší než 1 bod, podnik je považován za špatný.

2.5.4 SWOT analýza

Mezi další metody strategické analýzy patří SWOT. Název analýzy je zkratkou z anglického originálu, kde S značí Strengths (Silné stránky), W Weaknesses (Slabé stránky), O Opportunities (Příležitosti) a T Threats (Hrozby). Smyslem analýzy je rozbor a hodnocení současné situace uvnitř společnosti a zároveň vnějšího prostřední podniku. V rámci analýzy vnitřního prostředí jsou určeny silné a slabé stránky. Tyto skutečnosti jsou vymezeny vnitřními charakteristikami společnosti. V analýze vnějšího prostředí jsou vymezeny příležitosti a hrozby, které na organizaci působí a společnost je sama nemůže ovlivnit. Jedná se například o politické, ekonomické či legislativní faktory.

2.6 Finanční plánování

Důležitou součástí v procesu oceňování je tvorba finančního plánu, a to zejména jeli pro ocenění použita některá z výnosových metod. Tvorba finančního plánu je postavena na projekci generátorů hodnoty a samotném sestavení jednotlivých výkazů finančního plánu s tím, že predikce generátorů hodnoty by měla být základní kostrou finančního plánu a výsledný finanční plán by pak měl být pouze jakýmsi rozvedením této projekce. Před predikováním generátorů hodnoty je doporučováno rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.

2.6.1 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Potřeba rozlišení majetku podniku na provozně potřebná a nepotřebná aktiva, vychází dle Maříka (2018) z problému, že pokud by aktiva rozdělena nebyla mohl by oceňovatel dojít ke zkreslené hodnotě podniku, a to z toho důvodu, že některá aktiva společnosti nemusejí být využívána k hlavním podnikatelským záměrům a rovněž z nich neplynou žádné nebo jen nepodstatné příjmy. Za provozně nutná aktiva jsou tedy považována aktiva, která jsou nezbytná pro základní podnikatelské zaměření společnosti. Ostatní aktiva jsou považována za nepotřebná. Mezi provozně nepotřebná aktiva je možné zařadit například krátkodobé cenné papíry nebo podíly držené v podniku jako strategická rezerva, peněžní prostředky držené v podniku ve větší výši, než je nezbytně nutné pro neomezený provoz podniku nebo finanční investice, které slouží jako způsob uložení peněz. Dále je doporučováno do provozně nutného majetku nezahrnovat pohledávky či nemovitosti nesouvisející s hlavní činností společnosti a jiná nepotřebná dlouhodobá i krátkodobá provozně nepotřebná aktiva. Je doporučováno, aby takto aktiva byla oceňována samostatně. V souvislosti s rozčleněním aktiv je dále vhodné vyloučit náklady a výnosy související s vyloučenými aktivy. V dalších fázích ocenění je pak počítáno s korigovaným výsledkem hospodaření.

2.6.2 Predikce generátorů hodnoty

Mařík (2018) charakterizuje generátory hodnoty jako základní podnikohospodářské veličiny, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Mezi základní generátory hodnoty je možné zařadit tržby, provozní ziskovou marži, čistý pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku. Tyto veličiny prostřednictvím podstatného vlivu na schopnost podniku vytvářet budoucí volné

peněžní toky významným způsobem ovlivňují hodnotu oceňované společnosti, a proto je nezbytné klást patřičný důraz na jejich dlouhodobou predikci. Postupy prognózy jednotlivých veličin jsou předmětem následujících kapitol, vyjma predikce tržeb, která je výsledkem strategické analýzy a jejíž postup projekce již byl charakterizován v podkapitole 2.4 této práce.

Provozní zisková marže

Provozní zisková marže je definována jako poměr provozního výsledku hospodaření ku tržbám. Pro účely ocenění, kdy oceňovatel ve fázi predikce ziskové marže má zatím k dispozici pouze predikci tržeb, je doporučováno využít provozní výsledek hospodaření snížený o daně a odpisy. Odpisy jsou pak stanoveny v souvislosti s predikováním investic. Takto upravená zisková marže je dána vztahem:

$$PZM \text{ před daní a odpisy} = \frac{VH \text{ před daní a odpisy}}{\text{tržby}}, \quad (2.30)$$

kde PZM je provozní zisková marže a VH provozní výsledek hospodaření.

Projekce provozní ziskové marže může být sestavena dvěma způsoby. V prvním případě je nejprve vypočítána marže za minulé roky, dále odhadnuta hodnota budoucí marže, a nakonec stanoven korigovaný výsledek hospodaření v budoucnu jako součin budoucích tržeb a odhadnuté marže. V druhém případě jsou nejprve predikovány hlavní nákladové položky, rozdílem výnosů a nákladů je dopočítán korigovaný provozní zisk, z něhož je pak možné vyčíslit ziskovou marži.

Čistý pracovní kapitál

Prognóza čistého pracovního kapitálu je založena na plánu jednotlivých položek tvořící pracovní kapitál, jedná se o zásoby, pohledávky a neúročené krátkodobé závazky. Predikci těchto položek je možné stanovit na základě analýzy jejich doby obratu a následného dosazení do vzorce:

$$\text{položka } \check{C}PK = \text{doba obratu} \cdot \frac{\text{tržby}}{360}, \quad (2.31)$$

kde $\check{C}PK$ je čistý pracovní kapitál.

Celkový čistý pracovní kapitál je možné vyjádřit takto:

$$\begin{aligned} \text{ČPK} = & \text{peněžní prostředky} + \text{zásoby} + \text{pohledávky} - \\ & \text{neúročené závazky} + \text{časové rozlišení aktiv} - \\ & \text{časové rozlišení pasív.} \end{aligned} \quad (2.32)$$

Investice

Pojem investice by měl být pro účely ocenění chápán v širším rozsahu a měl by zahrnovat jednak investice do dlouhodobého majetku, ale také investice do výzkumu a vývoje a investice do „lidského kapitálu“. Tyto investice jsou v dnešním konkurenčním světě jednou z nezbytných podmínek pro přežití. Postup pro výpočet budoucích investic vychází z analýzy dosavadních skutečných investičních výdajů do provozně nutného dlouhodobého majetku a tržeb. Koeficient náročnosti tržeb na brutto investice je dán vztahem:

$$k_{DMb} = \frac{I \text{ brutto do provozně nutného DM}}{\text{tržby}}, \quad (2.33)$$

kde I jsou investice a DM dlouhodobý majetek.

Odhad budoucí výše investic je pak možné stanovit na základě plánovaných tržeb a získaného koeficientu.

2.6.3 Postup pro sestavení finančního plánu

Finanční plán se dle Zmeškala (2013) skládá z projekce hlavních účetních výkazů, a to výkazu zisků a ztrát, rozvahy a přehledu o peněžních tocích. Podnikový plán by měl vycházet z dlouhodobých vizí a strategií společnosti. Sestavení plánu pro účely ocenění může být provedeno ve zjednodušené verzi, důležité logické vazby je však nezbytné zachovat.

Postup sestavení finančního plánu je možné shrnout do několika kroků:

- stanovení výkonů a k tomu odpovídajících nákladů,
- vyjádření jednorázových kapitálových výdajů – investiční výdeje a změna ČPK,
- řešení způsobu financování – rozčleňujeme základní 2 zdroje, a to interní (čistý zisk, odpisy) a externí (úvěry, obligace, leasing, ...),
- vybilancování systému a kontrola propojenosti vazeb mezi jednotlivými výkazy,
- vyhodnocení plánu.

2.7 Náklady kapitálu

Na náklady kapitálu je možné nahlížet ze dvou pohledů, z pohledu podniku a z pohledu investora. Z pohledu podniku náklady představují cenu za kapitál, jehož získání je nezbytné pro další rozvoj činnosti podniku. Z hlediska investora náklady představují požadovanou míru výnosnosti, která musí být firmou dosahována v takové výši, aby nedošlo k poklesu hodnoty pro investory. Velikost nákladů na kapitál se odvíjí od rizika jednotlivých aktiv a je složena z bezrizikové sazby (R_F) a rizikové prémie (R_P). Rozlišujeme náklady na vlastní, cizí a celkový kapitál.

Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu je možné obecně vyjádřit jako úroky nebo kupónové platby, které jsou potřeba platit věřitelům za poskytnutí kapitálu. Úroková míra se odvíjí od aktuální situace na finančním trhu. Stanovení nákladů na cizí kapitál je možné provést dle vztahu:

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}}, \quad (2.34)$$

kde i je úroková míra z dluhu.

Náklady na vlastní kapitál

Náklady vlastního kapitálu jsou z důvodu velkého rizika pro vlastníky obecně vyšší než náklady na cizí kapitál. Určení těchto nákladů je možné pomocí těchto modelů:

- model oceňování kapitálových aktiv CAPM,
- arbitrážní model oceňování APM,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

V praktické části práce bude použit model oceňování kapitálových aktiv. Dluhošová (2010) uvádí, že model CAPM je založen na tržním přístupu a patří k často využívaným metodám. Model vychází z rovnováhy, která je dána tím, že mezní sklon rizika a očekávaného výnosu je pro všechny investory stejný. Předpokladem modelu je lineární funkční vztah mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia,

které vyjadřuje riziko celého trhu. Očekávanou střední hodnotu nákladu vlastního kapitálu je možné získat dosazením do vztahu:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.35)$$

kde $E(R_E)$ je střední hodnota vnosu vlastního kapitálu, R_F bezriziková sazba, β_E je koeficient citlivosti dodatečného vnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia, $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Náklady na celkový kapitál

Náklady celkového kapitálu jsou kombinací nákladů na vlastní a cizí kapitál podniku a je možné je vyjádřit vztahem:

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1 - t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.36)$$

kde $WACC$ jsou náklady na celkový kapitál, R_D jsou náklady na cizí kapitál, R_E náklady na vlastní kapitál, D je úročený cizí kapitál a E je vlastní kapitál.

2.8 Metody oceňování

Metod pro stanovení hodnoty firmy existuje celá řada a je možné je členit do čtyřech základních skupin, a to na výnosové, majetkové, kombinované a komparativní metody. Volba konkrétní metody je závislá na účelu ocenění a osobním postoji oceňovatele.

2.8.1 Výnosové metody

Hodnota kapitálu je pomocí výnosových metod stanovena jako součet současných hodnot odhadnutých budoucích peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti. Za jedno z hlavních měřítek používaných při zjišťování hodnoty podniku jsou považovány právě budoucí peněžní toky, protože s růstem peněžního příjmu roste i hodnota společnosti. Dluhošová (2010) považuje za klíčové komponenty výnosových metod správné vymezení volných budoucích peněžních toků souvisejících s oceněním a stanovením nákladu kapitálu, který slouží jako diskontní faktor. Oba tyto komponenty mají vliv na výslednou hodnotu.

Pomocí výnosových metod je možné ocenit celkový kapitál nebo pouze kapitál vlastní, a podle toho jakým způsobem jsou definovány náklady kapitálu a finanční toky

se rozlišují čtyři modely výnosového ocenění: metoda DCF-Entity, DCF- Equity, dividendový diskontní model a metoda APV.

Metoda DCF-Entity

Cílem metody DCF-Entity je tržní ocenění celkového kapitálu společnosti. V rámci této metody je volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele (FCFF) diskontován nákladem na celkový kapitál WACC. Obecný vztah pro výpočet hodnoty jako perpetuity lze učit takto:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.37)$$

kde V je hodnota oceňované společnosti, $FCFF$ je volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele a $WACC$ jsou náklady na celkový kapitál.

Pro přesnější stanovení hodnoty podniku jsou u metod typu DCF zpravidla aplikovány fázové metody, které rozdělují finanční toky do několika období. V podnikové praxi je časté rozdělení trvání na dvě fáze, přičemž první fáze trvá 4 až 6 let a je považována za lépe předvídatelnou s možností relativně přesného odhadu budoucích peněžních toků. Druhá fáze pak začíná bezprostředně po skončení první fáze a pokračuje do nekonečna, zde se pracuje s odhadnutou pokračující hodnotou. Hodnotu podniku lze pomocí dvoufázové metody stanovit takto:

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.38)$$

kde V je celková hodnota firmy, V_1 je hodnota podniku v první fázi a V_2 hodnota ve fázi druhé.

Hodnota podniku určena metodou DCF-Entity pro první fázi je dána vztahem:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + WACC_1)^t}, \quad (2.39)$$

kde $FCFF_t$ jsou peněžní toky v roce t a $WACC_1$ jsou náklady na celkový kapitál v prvním roce.

V druhé fázi je počítáno pouze s trendem volných finančních toků. Pracuje se zde s pokračující hodnotou, kterou lze stanovit za předpokladu konstantních finančních toků nebo jejich konstantního růstu (g) pomocí vzorců:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_2} ; PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_2 - g}, \quad (2.40)$$

kde PH je pokračující hodnota stanovena jako hodnota podniku k počátku druhé fáze, $FCFF_{T+1}$ jsou peněžní toky k počátku druhé fáze, $WACC_2$ náklady celkového kapitálu pro druhou fázi a g je tempo růstu.

Pokračující hodnotu je nutné diskontovat k momentu ocenění dle vzorce:

$$V_2 = \frac{PH}{(1 + WACC)^T}, \quad (2.41)$$

tímto krokem je stanovena hodnota druhé fáze.

Metoda DCF-Equity

Výsledkem této metody je ocenění pouze vlastního kapitálu. Do výpočtu vstupují volné peněžní toky pro vlastníky FCFE a ty jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E . Propočet hodnoty je následující:

$$V = \frac{FCFE}{R_E}. \quad (2.42)$$

Dividendový diskontní model

Tuto metodu je možné využít v zemích s vyspělým kapitálovým trhem. Výsledkem ocenění pomocí této metody je hodnota vlastního kapitálu. Jedná se v podstatě o modifikaci modelu DCF s tím rozdílem, že peněžní tok je zde vyjádřen pomocí dividendy. V praxi je využívána verze s konstantními a s konstantně rostoucími FCF (tzv. Gordonův model), jenž jsou dány těmito vztahy:

$$V = \frac{DIV}{R_E} ; V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.43)$$

kde DIV je dividendy v běžném období a g je očekávaná míra růstu do nekonečna.

Metoda APV

Metoda Adjusted Present Value je používána k ocenění celkového kapitálu a je vhodná zejména pro případ analýzy vlivu zadluženosti na hodnotu podniku.

Výpočet hodnoty nezadluženého podniku vychází z finančních toků nezadlužené firmy $FCFE_U$ diskontovaných nákladem na celkový kapitál nezadlužené firmy R_U . Pro ocenění zadluženého podniku, je nezbytné přičíst hodnotu daňového štítu TS diskontovaného náklady dluhu R_D . Propočet je následující:

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}. \quad (2.44)$$

Propočet jednotlivých volných finančních toků a faktoru vstupující do výpočtu hodnoty podniku jsou souhrnně přiblíženy na obr. 2.1.

Obr. 2.1 Metody ocenění zadluženého podniku

Podnik	Zadlužený			
	DCF - Entity	DCF - Equity	DDM	APV
Typ CF	FCFF	FCFE	Dividendy	$FCFE_U$ +daňový štít
Cash Flow	+ zdaňené úroky			+ daň z úroků
			Dividendy	
	+ čistý zisk + odpisy - ? čistý prac. kapitál	+ čistý zisk + odpisy - ? čistý prac. kapitál		+ čistý zisk + odpisy - ? čistý prac. kapitál
		+ čerpání úvěru - splátky úvěru		
	- investice	- investice		- investice
Nákl. Kap.	$R_A = WACC$	R_E	R_E	R_U, R_D
Hodnota podniku	Hodnota celkového kapitálu	Hodnota vlastního kapitálu	Hodnota vlastního kapitálu	Hodnota celkového kapitálu

Zdroj: Dluhošová (2010, str. 177)

Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA

Ekonomická přidaná hodnota je používána pro účely finanční analýzy, finančního řízení či pro ocenění podniku a je založena na pravidle, že by podnik měl vyprodukovat alespoň tolik, kolik představují náklady na kapitál z investovaných prostředků. Náklady kapitálu zahrnují náklady vlastního i cizího kapitálu, protože obě strany mají nárok na výplatu částky, která by jim kompenzovala podstoupené riziko.

EVA na bázi provozního zisku je dána vztahem:

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t, \quad (2.45)$$

kde $NOPAT$ je čistý provozní zisk po zdanění v čase t a NOA jsou čistá operační aktiva.

Hodnota podniku získána pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty se nazývá tržní přidaná hodnota MVA a je součtem diskontovaných hodnot EVA dle vztahu:

$$MVA = V_1 + V_2. \quad (2.46)$$

Propočet hodnoty první fáze je stanoven dle vzorce:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1 + WACC_1)^t}. \quad (2.47)$$

kde $FCFF_t$ jsou peněžní toky v roce t a $WACC_1$ jsou náklady na celkový kapitál v prvním roce.

V druhé fázi je počítáno s pokračující hodnotou, kterou lze stanovit za předpokladu konstantních finančních toků nebo jejich konstantního růstu (g) pomocí vzorců:

$$PH = \frac{EVA_{T+1}}{WACC_2} ; PH = \frac{EVA_{T+1}}{WACC_2 - g}. \quad (2.48)$$

Hodnotu druhé fáze pak získáme dosazením do vzorce:

$$V_2 = \frac{PH}{(1 + WACC)^T}. \quad (2.49)$$

Celková hodnota podniku je stanovena pomocí vztahu:

$$V = NOA_0 + MVA - D_0 + A_0, \quad (2.50)$$

kde D_0 je hodnota úročených dluhů k datu ocenění a A_0 je hodnota neoperačních aktiv k datu ocenění.

Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, které jsou odhadovány z historických dat uvedených v bilanci a výkazu zisku a ztrát za období od 3 až do 5 let. Takto získaný zisk je dále korigován, například vyloučením mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru, úpravou odpisu o reálné opotřebení či vyloučením výnosů a nákladů nesouvisejících s hlavním předmětem podnikání. Výpočet trvale udržitelného zisku je dán vztahem:

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.51)$$

kde Z_t je trvale udržitelný zisk v minulých letech, w_t jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím a T je počet let ve sledovaném období.

Výpočet hodnoty podniku je možné získat dosazením do vztahu:

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.52)$$

kde R jsou kalkulované náklady kapitálu.

2.8.2 Majetkové metody

Majetkové metody jsou založeny na ocenění jednotlivých položek aktiv, závazků a dluhů. K těmto metodám se řadí účetní a substanční metoda.

Účetní metoda

Metoda vychází ze stavových veličin obsažených v rozvaze, ocenění je tedy odvozeno z historických cen. Jednotlivé složky aktiv se v rámci této metody oceňují zvlášť, poté se sečtou, čímž získáme hodnotu aktiv. Hodnota vlastního kapitálu je získána odečtením hodnoty dluhu a závazku od aktiv. Výhoda metody spočívá v relativně snadné dostupnosti dat a jednoduchosti výpočtu. Nevýhodou je, že se u této metody nevychází z tržních dat, nominální účetní hodnota se tak od tržní může výrazně odlišovat.

Substanční metoda

Základem ocenění je reprodukční cena aktiv snižená o reálné ocenění závazků a dluhů k datu ocenění, přičemž se předpokládá, že podnik bude dále pokračovat ve své činnosti. Výhodou této metody oproti metodě účetní je skutečnost,

že jsou při ocenění brány v úvahu tržní podmínky prostřednictvím reprodukčních pořizovacích cen.

Metoda likvidační hodnoty

Předpokladem metody je ukončení činnosti podniku, s čímž souvisí rozprodání jednotlivých aktiv, splacení veškerých závazků podniku i vyplacení odměny likvidátorům. Zjišťována je tedy hodnota majetku k určitému datu.

2.8.3 Komparativní metody

Smyslem těchto metod je odvození hodnoty podniku užitím dostupných dat srovnatelných podniků a jsou nejčastěji aplikovány u společností, které jsou veřejně obchodovány na finančních trzích. Propočet touto metodou je dán vztahem:

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelný podnik}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná společnost}} \cdot \quad (2.53)$$

Jako multiplikátor je možné zvolit například ukazatel P/E či poměr tržní a účetní hodnoty společnosti. Výhodou je jednoduchost a rychlost výpočtu, avšak vypovídací schopnost je nižší z důvodu složitosti nalezení srovnatelného podniku, protože každý podnik je specifický, a to například strukturou činností, fází vývoje a podobně.

2.8.4 Kombinované metody

Výsledná hodnota je u těchto metod dána jako průměr výsledných hodnot ocenění získaných pomocí výše uvedených přístupů. Výpočet lze provést následovně:

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.54)$$

kde w_i jsou váhy přiřazeny použitým metodám a V_i jsou hodnoty získané aplikací jednotlivých metod.

Využití tohoto typu ocenění vede k odstranění nedostatků jednotlivých metod.

2.9 Citlivostní analýza

Citlivostní analýza je proces, pomocí kterého je v rámci ocenění podniku zjišťováno, jaký vliv má změna hodnoty jednoho vstupního parametru na výslednou hodnotu oceňované společnosti za předpokladu, že ostatní parametry zůstanou nezměněny. Obecný vztah pro výpočet jednofaktorové citlivosti hodnoty podniku je následující:

$$\Delta V_{\alpha}^{faktor} = \Delta V_{1-\alpha}^{faktor} - V, \quad (2.55)$$

kde $\Delta V_{\alpha}^{faktor}$ je absolutní přírůstek hodnoty podniku vlivem jednoho faktoru $\Delta V_{1-\alpha}^{faktor}$ je nová hodnota podniku při změně určitého faktoru a V je hodnota podniku.

3 Strategická a finanční analýza podniku

V této kapitole bude představena společnost O2 Czech Republic, a.s., dále jen O2 CZ, bude provedena strategická analýza trhu, jejímž výstupem bude prognóza tržeb společnosti pro 3 následující období a v poslední části kapitoly bude provedena finanční a SWOT analýza. Vybrané analýzy budou provedeny bez přístupu k interním informacím podniku, tedy pouze na základě dat uvedených ve výročních zprávách společnosti a jiných veřejně přístupných zdrojů. Výpočty budou provedeny na základě vztahů uvedených v kapitole 2 této práce.

3.1 Charakteristika vybrané společnosti

V této podkapitole bude představena společnost O2 CZ, budou zde uvedeny základní informace o vlastnické struktuře, akcích společnosti, orgánech správy a řízení společnosti, dodavatelských, investičních a dividendových politice a také o řízení rizik ve společnosti. Informace potřebné pro zpracování této podkapitoly byly čerpány převážně z výročních zpráv a webových stránek společnosti O2 CZ.

3.1.1 Základní informace o společnosti a vlastnická struktura

Společnost O2 CZ je považována za největšího integrovaného poskytovatele telekomunikačních služeb na českém trhu, jenž poskytuje mobilní a pevné služby téměř 7 milionům zákazníků. Firma má k dispozici ucelenou nabídku hlasových a datových služeb v ČR, přičemž zvýšenou pozornost věnuje využití růstového potenciálu v oblasti ICT. Významné postavení zaujímá také v oblasti hostingových a cloudových služeb, a také v oblasti managed services. Díky službě O2 TV je společnost považována za největšího provozovatele internetového televizního vysílání v ČR. Pod záštitou mobilní sítě O2 CZ také fungují někteří virtuální operátoři, a to např. BLESKmobil či Tesco Mobile. Na Slovensku působí od roku 2007 společnost O2 Slovakia, s.r.o., která nabízí mobilní služby rezidentním zákazníkům a zákazníkům z řad malých až středních firem. Stěžejním předmětem podnikání společnosti je poskytování telekomunikačních služeb, detailní výčet předmětu podnikání dle klasifikace CZ-NACE je uveden v příloze 1 – klasifikace CZ-NACE této práce.

Tab. 3.1 Základní údaje o společnosti

Obchodní firma:	O2 Czech Republic a.s.
Sídlo:	Praha 4, Michle, Za Brumlovkou 266/2, PSČ 140 22
Předmět podnikání	poskytování telekomunikačních služeb
IČ:	60193336
DIČ:	CZ60193336
LEI (Legal Entity Identifier)	3157004ICDH3MRKW7534
Datum založení:	16.prosince 1993
Datum vzniku:	1.ledna 1994
Právní forma:	akciová společnost

Zdroj: výroční zpráva společnosti 2018

O2 CZ bylo založeno Fondem národního majetku České republiky, na který přešel majetek státního podniku SPT TELECOM s.p., který byl přejmenován na akciovou společnost SPT TELECOM a. s. 1. 1. 1994. Později se společnost přejmenovala na Český Telecom a. s. V roce 2006 došlo ke sloučení se společností Eurotel Praha spol. s r. o. a zároveň ke přejmenování na Telefónica Czech Republic a. s. K dalšímu významnému kroku ve společnosti došlo, když byl její většinový podíl odkoupen společností PPF a po krátké době došlo ke přejmenování na O2 Czech Republic a. s.

Vlastnická struktura společnosti je přibližena na Obr.3.1. Z obrázku je patrné, že většinový podíl na základním kapitálu má skupina PPF. Tato skupina, ovládaná panem Petrem Kellnerem, je mezinárodní investiční skupinou a ovládá sektorově diverzifikované společnosti aktivní zejména v oblastech spotřebitelského financování, bankovníctví, pojišťovnictví, biotechnologií či strojírenství. Pan Kellner je tedy ovládající osobou společnosti s podílem 83,40 % na hlasovacích právech, které vykonává na valných hromadách společnosti. Skupina PPF však nezasahuje do obchodního vedení a není ve vztahu k O2 CZ řídicí osobou.

Obr. 3.1 Vlastnická struktura

Podíl na zákl. kapitálu	Podíl na hlas. právech	Vlastník	počet kusů akcií	jmenovitá hodnota akcie	ISIN	celkový objem emise
			1	100	CZ0008467115	100
			251 472 290	10	CZ0009093209	2 514 722 900
81,06%	83,40%	Skupina PPF	Celková hodnota podílů			2 514 723 000
2,80%	0,00%	O2 Czech Republic (vlastní akcie) 1) 2)	8 695 327	10	CZ0009093209	86 953 270
16,13%	16,60%	Ostatní soukromí / institucionální investoři (free float)	50 052 440	10	CZ0009093209	500 524 400
			Celkový základní kapitál			3 102 200 670

Zdroj: webové stránky společnosti

Společnost O2 CZ je mateřskou společností několika dalších obchodních společností a s většinou z nich tvoří koncern, v jehož rámci je O2 CZ v postavení řídicí osoby. Společnost také vlastní podíly v dalších společnostech. Přehled těchto společností je uveden v příloze 2 - Struktura dceřiných společností a majetkových podílů.

3.1.2 Základní údaje o akciích společnosti

Firma vstoupila na BCPP dne 1.3.1995. Základní kapitál společnosti O2 CZ byl k 31. prosinci 2017 tvořen dvěma typy akcií, jejichž přehled je uveden v Tab. 3.2.

Tab. 3.2 Základní údaje o akciích

Typ A		Typ B	
Druh:	akcie kmenová	Druh:	akcie kmenová
Forma:	na jméno	Forma:	na jméno
Podoba:	zaknihovaná	Podoba:	zaknihovaná
Počet kusů:	310 220 057 ks	Počet kusů:	1 ks
Jmenovitá hodnota:	10 Kč	Jmenovitá hodnota:	100 Kč
Celkový objem emise:	3 102 200 570 Kč	Celkový objem emise:	100 Kč
ISIN:	CZ0009093209	ISIN:	CZ0008467115

Výroční zpráva společnosti 2018

Akcie ve jmenovité hodnotě 10 Kč jsou obchodovány na Burze cenných papírů Praha, a.s (Na trhu Prime). Akcie ve jmenovité hodnotě 100 Kč nebyla přijata k obchodování.

Společnost patřila i v roce 2018 k nejobchodovanějším společnostem na českém kapitálovém trhu, a to dle výše tržní kapitalizace a objemu obchodování. Společnost v roce 2018 obsadila 5. místo mezi společnostmi obchodovanými na BCPP, a to s celkovým objemem obchodů s akciemi ve výši 8,9 miliardy Kč. Tržní kapitalizace k poslednímu obchodnímu dni na BCPP v roce 2018 činila 74,5 miliardy Kč, což společnost postavilo na 4. místo v rámci akciového trhu BCPP.

Obr. 3.2 Vývoj ceny a objemu akcií v čase



Zdroj: webové stránky BCPP

Z obr. 3.2 je patrný vývoj ceny a objemu akcií v čase od roku 2013. Cena akcií od roku 2013 vzrostla až na aktuální (8.4.2019) hodnotu 247 Kč s objemem 828 460 ks.

3.1.3 Dodavatelé

Cílem společnosti O2 CZ je dlouhodobě udržovat diverzifikované portfolio svých dodavatelů, což je pro společnost základním předpokladem udržení konkurence na straně nabídky. Všechny smlouvy na dodávky jsou uzavírány na základě výběrových řízení, které jsou od roku 2015 organizovány přes elektronický nástroj PROebiz. Hlavním dodavatelem, který se v roce 2017 podílel na celkových nákupech společnosti zhruba z 65 % je společnost Česká telekomunikační infrastruktura a.s.

Mezi další významné dodavatele z oblasti sítí a IT patří O2 IT Services, NESS Czech či Oracle Czech. Významnými dodavateli zboží, tzn. tabletů, mobilních telefonů, modemů a dalšího příslušenství, byly společnosti Apple Distribution International, Huawei Technologies a Samsung Electronics Czech and Slovak.

3.1.4 Investiční politika

Všechny investice realizované v roce 2018 byly financovány z vlastních zdrojů i z úvěru a byly realizovány jen na území ČR a Slovenska. Celkové konsolidované výdaje na investice dosáhly v roce 2018 výše 4,4 miliardy Kč, podobně jako v předchozích letech. V roce 2017 společnost realizovala několik jednorázových investic na území České republiky – obnova kmitočtů v pásmu 450 MHz ve výši 210 milionů Kč, přiděl kmitočtů v pásmu 3 700 MHz v hodnotě 203 milionů Kč. Další významný investiční výdaj souvisí s prodloužením licenční smlouvy se společností Telefónica na užívání značky O2. Podíl konsolidovaných výdajů na investice na konsolidovaných výnosech tak v roce 2018 dosáhl 11,6 %. Na Slovensku dosáhly investice hodnoty 1,1 miliardy Kč a směřovaly především do zvýšení pokrytí vlastní sítě 2G a rozšíření pokrytí 4G LTE sítě.

Náhled na rozdělení investic skupiny O2 za poslední dvě účetní období je uveden v obrázku 3.3.

Obrázek 3.3 Regionální rozdělení investic skupiny O2 (mil. Kč)

	rok končí 31. prosince (v mil. Kč)	
	2018	2017
Česká republika	3 312	3 129
z toho: kmitočtové licence	0	413
ochranná známka O2 (ocenitelná práva)	0	781
Slovensko	1 112	1 283
Konsolidační úpravy	-7	-7
KONSOLIDOVANÉ VÝDAJE NA INVESTICE CELKEM	4 417	4 405

Zdroj: výroční zpráva společnosti 2018

3.1.5 Dividendová politika

V posledních letech nedošlo ke změnám dlouhodobé dividendové politiky. Společnost od roku 2015 vyplácí akcionářům dividendy ve výši 90 až 110 % čistého nekonsolidovaného zisku. Navíc v roce 2016 představenstvo společnosti oznámilo akcionářům, že do roku 2018 hodlá vyplácet částku související s postupným rozdělováním emisního ážia, a to nad rámec výplaty běžné dividendy, tedy ze zisku za předcházející rok a nerozdělených zisků minulých let.

O výplatě dividendy ze zisku za rok 2018 rozhodli akcionáři na valné hromadě v červnu roku 2018. Celková výše vyplacené dividendy byla 5,126 miliardy Kč, což představuje 17 Kč před zdaněním na každou akcii v nominální hodnotě 10 Kč. Dále valná hromada schválila rozdělení části emisního ážia společnosti mezi akcionáře, a to nad rámec výplaty dividendy. Celková výše rozdělené části emisního ážia byla 1,206 miliardy Kč, což představuje 4 Kč před zdaněním na každou akcii v nominální hodnotě 10 Kč. Výplaty dividend začaly v červenci 2018, byla realizovány Českou spořitelnou a měli na ni nárok ti, kteří byli akcionáři k 4. červnu 2018.

3.1.6 Výhled na rok 2019

Cílem společnosti pro rok 2019 je udržet vysokou loajalitu svých zákazníků, uspokojit jejich potřeby a zvýšit jejich zájem o produkty prostřednictvím zlepšování nabídky svých služeb a produktů. Hlavní pozornost bude věnována vytříbení nabídky balíčků kombinujících fixní a mobilní služby pro domácnosti a menší skupiny zákazníků. Ve finanční oblasti bude nadále kladen důraz na výnosy s vyšší přidanou hodnotou a maximalizaci hrubé marže s cílem udržet provozní ziskovost. Společnost věří, že k hlavním růstovým oblastem budou patřit výnosy z mobilních a fixních datových a internetových služeb a nově i výnosy finančních služeb.

V roce 2019 dále dojde k zavedení nových intuitivních systémů, které povedou ke zjednodušení obsluhy zákazníků, včetně vyřizování objednávek a realizace služeb, snížení počtu reklamací, a snížení počtu opakovaných hovorů do call-centra. Nové systémy, které budou navíc levnější na provoz i vývoj, tak povedou ke zvýšení zákaznické spokojenosti.

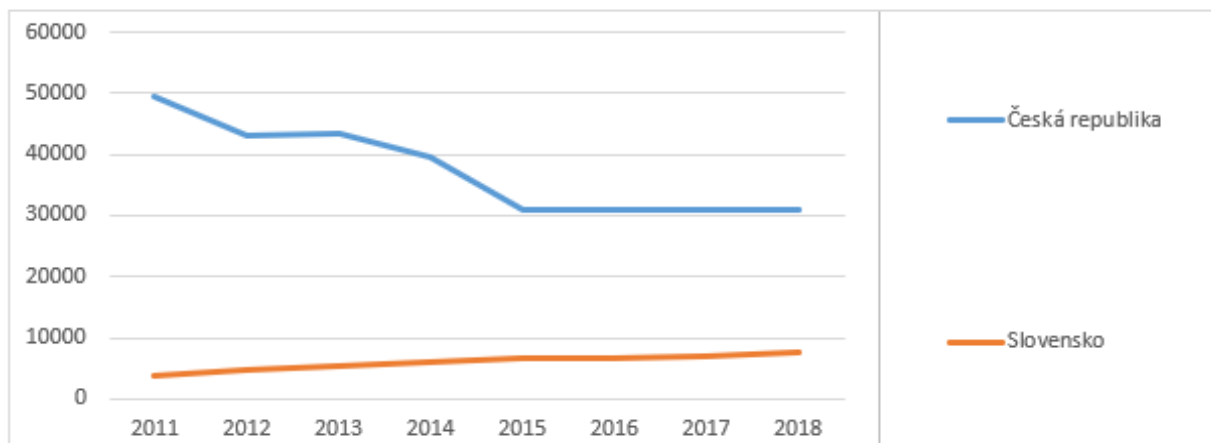
3.2 Strategická analýza

Důležitým krokem v oceňovacím procesu je strategická analýza, která je složena z analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu. Smyslem analýzy vnějšího potenciálu je vymezení relevantního trhu a odhadnutí budoucího vývoje tohoto trhu. Hlavním úkolem analýzy vnitřního potenciálu je pak predikce tržeb oceňovaného podniku v následujících letech.

Společnost O2 CZ je mateřskou společností několika dalších dceřiných společností. Převážná část služeb skupiny je poskytována na území České republiky, avšak prostřednictvím 100% vlastněné dceřiné společnosti O2 Slovakia, s.r.o. poskytuje skupina od roku 2007 své služby i zákazníkům na Slovenku. Vzhledem

ke skutečnosti, že výnosy ze slovenského regionu nejsou zanedbatelné a v čase rostou, bude předmětem strategické analýzy vedle českého trhu také trh slovenský. Regionální rozdělení konsolidovaných výnosů a jejich vývoj v čase je zobrazen v grafu 3.1.

Graf 3.1 Regionální rozdělení výnosů (mil. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Strategická analýza bude provedena na základě makroekonomických údajů získaných z webových stránek Ministerstev financí České a Slovenské republiky, Ministerstev průmyslu a obchodu ČR a SK, z databází Českého a Slovenského statistického úřadu a z veřejně přístupných informací uvedených ve výročních zprávách společnosti za období 2010-2018. Výstupem této analýzy bude predikce konsolidovaných tržeb společnosti pro roky 2019 až 2021.

3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu (ČR)

Základním krokem v rámci strategické analýzy je vymezení relevantního trhu. Oceňovaná společnost se primárně soustřeďuje na poskytování hlasových a datových služeb, a to prostřednictvím mobilní i fixní sítě. Dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE lze společnost zařadit do skupiny 61 – Telekomunikační činnosti. Pro účely práce je tedy relevantní trh definován jako CZ-NACE 61.

Velikost relevantního trhu je stanovena jako součet tržeb v rámci skupiny 61, a to na základě informací získaných z materiálů Ministerstva průmyslu a obchodu. Součet tržeb v odvětví a zároveň tempo růstu odvětví jsou předmětem Tab. 3.3. Z této tabulky je zřejmé, že tržby relevantního trhu do roku 2013 klesaly a od roku 2014 již vykazují mírný růst.

Tab. 3.3 Velikost a tempo růstu rel. trhu (ČR)

	Velikost rel. trhu (mil. Kč)	Tempo růstu (%)
2010	129 105	-
2011	120 439	-6,71
2012	115 060	-4,47
2013	106 328	-7,59
2014	105 821	-0,48
2015	118 336	11,83
2016	121 803	2,93
2017	125 457	3,00
2018	128 343	2,30

Zdroj: MPO

Prognóza vývoje českého telekomunikačního trhu je provedena na základě nalezení závislosti mezi vývojem daného trhu a vybranými makroekonomickými faktory, které vývoj tohoto trhu ovlivňují. Dle statistického testování a výsledků korelační analýzy jsou těmito faktory neboli vysvětlujícími proměnnými zvoleny průměrná roční míra inflace a HDP vyjádřené jako reálný růst v %. Vývoj vysvětlujících proměnných v letech 2010-2018 a predikce pro 3 následující období stanovená dle Ministerstva financí je uvedena v Tab. 3.4.

Tab. 3.4 Vývoj a predikce faktorů (ČR)

	Rok	HDP (%)	Inflace (%)
Skutečnost	2010	2,2	1,5
	2011	1,7	1,9
	2012	-1,0	3,3
	2013	-0,9	1,4
	2014	2,0	0,4
	2015	4,3	0,3
	2016	2,3	0,7
	2017	4,6	2,5
	2018	3,0	2,1
Predikce	2019	2,9	2,3
	2020	2,7	1,9
	2021	2,5	1,8

Zdroj: materiály MF

Na základě korelační matice, která je uvedena v Tab. 3.5 lze říci, že se v modelu nevyskytuje silná závislost mezi vysvětlujícími proměnnými, hodnota je v absolutní hodnotě nižší než hranice 0,8.

Tab. 3.5 Korelační matice vysvětlujících proměnných (ČR)

	Inflace	HDP
Inflace	1	-0,25927
HDP	-0,25927	1

Zdroj: vlastní zpracování

V Tab. 3.6 jsou zaznamenány výsledky vytvořeného regresního modelu. Hodnota spolehlivosti R ve výši 0,675503 značí, že vývoj tržeb v odvětví lze přibližně z 70 % vysvětlit tímto modelem a zbytek náhodnou složkou. Je možné konstatovat, že výsledný regresní model je statisticky významný, neboť hodnota významnosti F i hodnota P je nižší než hraniční hodnota 5 %.

Tab. 3.6 Regresní model (ČR)

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,82189
Hodnota spolehlivosti R	0,675503
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,567338
Chyba stř. hodnoty	0,040212
Pozorování	9

ANOVA

	<i>Rozdíl</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Významnost F</i>
Regrese	2	0,020197	0,010099	6,245084	0,034169
Rezidua	6	0,009702	0,001617		
Celkem	8	0,029899			

	<i>Koeficienty</i>	<i>Chyba stř. hod</i>	<i>t Stat</i>	<i>Hodnota P</i>	<i>Dolní 95%</i>	<i>Horní 95%</i>	<i>Dolní 95,0%</i>	<i>Horní 95,0%</i>
Hranice	-0,02019	0,03473	-0,581	0,5821	-0,105	0,0647	-0,105	0,0647
Inflace	-0,01304	0,01499	-0,869	0,0418	-0,049	0,0236	-0,049	0,0236
HDP	0,022728	0,007668	2,9641	0,0251	0,0039	0,0414	0,0039	0,0414

Zdroj: vlastní zpracování

Pomocí zjištěných výsledků lze rovnici regresní analýzy vyjádřit užitím vzorce 2.1 následujícím způsobem:

$$T_{ODV_T} = -0,02019 + 0,022728 \cdot TR_{I_T} - 0,01304 \cdot TR_{HDP_T},$$

kde T_{ODV} jsou tržby v odvětví, TR je tempo růstu, I je inflace T je daný rok.

Tab. 3.7 Vývoj a predikce velikosti relevantního trhu (ČR)

		Tržby (mil. Kč)	Tempo růstu (%)
Skutečnost	2010	129 105	4,00
	2011	120 439	-6,71
	2012	115 060	-4,47
	2013	106 328	-7,59
	2014	105 821	-0,48
	2015	118 336	11,83
	2016	121 803	2,93
	2017	125 457	3,00
	2018	128 343	2,30
Predikce	2019	130 362	1,57
	2020	132 501	1,64
	2021	134 245	1,32

Zdroj: vlastní zpracování

Dosazením do výše uvedené rovnice je stanovena predikce velikosti relevantního trhu pro 3 následující období. Výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.7. Pro budoucí období je predikován růst tržeb relevantního trhu přibližně o 1,5 %, velikost tržeb pro poslední rok predikce je stanovena na 134 245 milionů Kč.

3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu (ČR)

Cílem této kapitoly je identifikace a přiblížení hlavních konkurentů, stanovení dosavadních tržních podílů společnosti a následná predikce budoucího tržního podílu oceňované společnosti.

Jak bylo již výše zmíněno společnost O2 CZ je významnou společností působící v telekomunikačním odvětví. Předmětem tohoto odvětví je přenos informací na dálku. Společnosti působící v tomto odvětví nabízí celou škálu služeb, které můžeme rozlišit do dvou kategorií, a to na hlasové (zde řadíme například klasické telefonní hovory) a datové (poskytování internetového připojení).

Struktura tohoto odvětví se dá považovat za oligopolní. Jedním z důvodů může být existence překážek pro vstup do odvětví, a to hlavně kapitálová náročnost. Za další důvod může být považována skutečnost, že se v tomto odvětví nevyskytuje mnoho subjektů. Na českém trhu působí pouze tři mobilní operátoři, a to O2 CZ, Vodafone a T-Mobile. V roce 2013 však na český trh vstoupili tzv. virtuální operátoři. Ti ale nemají vlastní mobilní síť a pro svou potřebu využívají mobilní sítě tzv. „velké trojky“ mobilních operátorů. K významným virtuálním operátorům působících na

českém trhu patří například Bleskmobil (využívá mobilní síť O2), Tesco mobile (O2), Mobil.cz, Sazka mobil a další.

Cenové nabídky služeb Vodafone, O2 CZ i T-Mobilu jsou přibližně na stejné úrovni, což pro spotřebitele ve výsledku znamená, že pro ně není tolik důležité, kterého operátora zvolí. Pro srovnání jsou níže uvedeny ceny nabízených měsíčních tarifů s neomezeným voláním a SMS jednotlivých společností získaných z jejich webových stránek:

- T-Mobile: tarif Mobil M s celkovým objemem dat 4 + 2 GB za 799 Kč,
- Vodafone: tarif Red Naplno s celkovým objemem dat 5 GB za 777 Kč,
- O2 CZ: tarif O2 FREE Stříbrný s celkovým objemem dat 6 GB za 849 Kč.

Vzhledem k oligopolní struktuře telekomunikačního trhu dochází u těchto společností k vzájemnému sledování a udržování nabídky služeb na stejné cenové úrovni. Zlepšení pozice na trhu na základě cenové války by pro společnosti tedy nebylo přínosné, naopak by mohlo vést ke snížení zisku.

Telekomunikační odvětví podléhá regulacím Evropské unie a regulacím Českého telekomunikačního úřadu z důvodu ochrany spotřebitelů a také pro vytvoření funkčního hospodářského prostředí. Společnosti jsou zavázány plnit povinnosti uložené ČTÚ, například společnost O2 CZ dále pokračuje v plnění povinností jí uložených, které ji stanovují maximální velkoobchodní cenu za ukončené hlasové volání v síti O2 ve výši 0,248 Kč/min. bez DPH (původní výše byla 0,270 Kč/min).

Aktuální ceny služeb v tomto období jsou společností považovány za nadsazené, a i ČTÚ se připravuje na možnost regulace trhu za účelem snížení cen. Spekuluje se o příchodu 4. operátora. Na podzim letošního roku je plánována aukce kmitočtů 700 MHz, která by měla zvýhodňovat nového zájemce tím, že mu bude v rámci aukce přednostně vyhrazena část spektra. Tyto skutečnosti naznačují, že budoucí vývoj tempa růstu podílu společnosti na celkových tržbách odvětví se bude v čase snižovat.

Tab. 3.8 Predikce tržeb oceňované společnosti na českém trhu

	Roky	Tržby odvětví (mil. Kč)	Tempo růstu odvětví (%)	Tržby společnosti (mil. Kč)	Tržní podíl (%)	Tempo růstu (%)	Váhy (%)
Skutečnost	2011	120 439	-6,71	49 380	41,00	-	-
	2012	115 060	-4,47	43 202	37,55	-8,42	5,0
	2013	106 328	-7,59	43 399	40,82	8,71	10,0
	2014	105 821	-0,48	39 537	37,36	-8,46	15,0
	2015	118 336	11,83	31 062	26,25	-29,74	5,0
	2016	121 803	2,93	31 085	25,52	-2,77	20,0
	2017	125 457	3,00	30 961	24,68	-3,30	20,0
	2018	128 343	2,30	30 875	24,06	-2,52	25,0
Predikce	2019	130 362	1,57	30 059	23,06	-4,15	φ tempo růstu tržeb
	2020	132 501	1,64	29 283	22,10	-4,15	
	2021	134 245	1,32	28 437	21,18	-4,15	

Zdroj: vlastní zpracování

Hlavním cílem analýzy vnitřního potenciálu je prognóza vývoje tržeb oceňované společnosti, které jsou predikovány na základě stanovení tržního podílu. Prvním krokem je vyjádření tempa růstu tržního podílu, dále přiřazení vah těmto podílům, a nakonec jsou pomocí násobku skalárního součinu vážených temp růstu a poslední známé hodnoty tržního podílu predikovány budoucí hodnoty tržeb oceňované společnosti pro tři následující období. Výpočet a predikované hodnoty jsou stanoveny dle vzorců 2.2-2.4 a jsou uvedeny v Tab. 3.8. Pro následující období je prognózováno záporné průměrné tempo růstu v hodnotě -4,15 %, což vede k postupnému snižování predikovaných tržeb společnosti až na hodnotu 28 437 milionu Kč v roce 2021.

3.2.3 Analýza vnějšího potenciálu (SK)

Vymezení relevantního trhu pro slovenskou divizi je takřka totožné s trhem českým. Dle klasifikace ekonomických činností SK-NACE lze společnost zařadit do skupiny 61 – Telekomunikácie. Pro účely této práce je tedy relevantní trh definován jako SK-NACE 61.

Velikost relevantního trhu je obdobně jako v předchozí části práce stanovena jako součet tržeb v rámci skupiny 61, a to na základě informací získaných z materiálů Slovenského statistického úřadu. Součet tržeb v odvětví a zároveň tempo růstu odvětví jsou uvedeny v Tab. 3.9. Z této tabulky je patrné, že tržby v telekomunikačním odvětví na slovenském trhu do roku 2012 klesaly a od roku 2013 až na výjimku v roce 2016 již vykazují mírný růst.

Tab. 3.9 Velikost a tempo růstu rel. trhu (SK)

	Velikost rel. trhu (mil. EUR)	Tempo růstu (%)
2010	2 184	-
2011	2 146	-1,74
2012	2 123	-1,07
2013	2 111	-0,57
2014	2 116	0,24
2015	2 171	2,60
2016	2 073	-4,51
2017	2 145	3,47
2018	2 216	3,30

Zdroj: materiály SSÚ

Predikce budoucího vývoje slovenského telekomunikačního trhu je obdobně jako v předchozí části provedena na základě nalezení závislosti mezi vývojem daného trhu a vybranými makroekonomickými faktory, které vývoj tohoto trhu ovlivňují. Dle statistického testování a výsledků korelační analýzy jsou těmito faktory neboli vysvětlujícími proměnnými zvoleny roční míra inflace a HDP vyjádřený jako reálný růst v %. Vývoj vysvětlujících proměnných v letech 2010-2018 a predikce pro 3 následující období stanovená dle Ministerstva financí Slovenské republiky je uvedena v Tab. 3.10.

Tab. 3.10 Vývoj a predikce faktorů (SK)

	Rok	HDP (%)	Inflace (%)
Skutečnost	2010	5,04	0,96
	2011	2,82	3,91
	2012	1,66	3,62
	2013	1,49	1,39
	2014	2,75	-0,07
	2015	4,17	-0,33
	2016	3,13	-0,52
	2017	3,19	1,31
	2018	4,34	2,51
Predikce	2019	4,03	2,61
	2020	3,70	2,39
	2021	3,19	2,38

Zdroj: materiály MF SK

Na základě korelační matice, která je uvedena v Tab. 3.11 lze říci, že se v modelu nevyskytuje silná závislost mezi vysvětlujícími proměnnými, hodnota je v absolutní hodnotě nižší než hranice 0,8.

Tab. 3.11 Korelační matice vysvětlujících proměnných (SK)

	HDP	Inflace
HDP	1	-0,2106
Inflace	-0,2106	1

Zdroj: vlastní zpracování

V Tab. 3.12 jsou zaznamenány výsledky vytvořeného regresního modelu. Hodnota spolehlivosti R ve výši 0,7528549 značí, že vývoj tržeb v odvětví lze přibližně ze 75 % vysvětlit tímto modelem a zbytek náhodnou složkou. Je možné konstatovat, že výsledný regresní model je statisticky významný, neboť hodnota významnosti F i hodnota P je nižší než hraniční hodnota 5 %.

Tab. 3.12 Regresní model (SK)

<i>Regresní statistika</i>	
Násobné R	0,86767209
Hodnota spolehlivosti R	0,75285485
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,67047313
Chyba stř. hodnoty	24,7140168
Pozorování	9

ANOVA

	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	2	11163,41534	5581,708	9,1386157	0,0150958
Rezidua	6	3664,695748	610,7826		
Celkem	8	14828,11109			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	2023,0713	29,205162	69,271	6,089E-10	1951,6	2094,53	1951,6	2094,53
inlace	14,056473	5,60465	2,508	0,046	0,34	27,77	0,34	27,77
HDP	31,395299	7,7250359	4,064	0,0066	12,49	50,29	12,49	50,29

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě zjištěných výsledků lze rovnici regresní analýzy dle vzorce 2.1 vyjádřit následujícím způsobem:

$$T_{ODV_T} = 2\,023,0713 + 14,056473 \cdot inflace_T + 31,395299 \cdot HDP_T,$$

kde T_{ODV} jsou tržby v odvětví a T je daný rok.

Dosazením do výše uvedené rovnice je stanovena predikce velikosti relevantního trhu pro 3 následující období. Výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tab. 3.13.

Tab. 3.13 Vývoj a predikce velikosti relevantního trhu (SK)

		Tržby odvětví (mil. EUR)	Tempo růstu odvětví (%)
Skutečnost	2010	2 184	-
	2011	2 146	-1,74
	2012	2 123	-1,07
	2013	2 111	-0,57
	2014	2 116	0,24
	2015	2 171	2,60
	2016	2 073	-4,51
	2017	2 145	3,47
	2018	2 215	3,30
Predikce	2019	2 186	-1,32
	2020	2 172	-0,63
	2021	2 156	-0,73

Zdroj: vlastní zpracování

Z Tab. 3.13 je zřejmé, že je predikován pokles tempa růstu v odvětví přibližně o 1 %, což odpovídá postupnému snižování tržeb v odvětví až na hodnotu 2 157 milionu EUR v roce 2021.

3.2.4 Analýza vnitřního potenciálu (SK)

Odvětví telekomunikací na Slovensku vykazuje stejně jako na území České republiky známky oligopolní struktury. Na Slovensku aktuálně poskytují mobilní a datové služby čtyři operátoři, a to O2 Slovakia, s.r.o., Orange Slovensko, a.s., Slovak Telekom, a.s. (T-mobile) a SWAN Mobile, a.s. poskytující mobilní služby prostřednictvím virtuálního operátora 4ka. Tyto společnosti mají vybudované vlastní sítě, prostřednictvím kterých poskytují mobilní služby. Vedle nich na Slovensku působí také virtuální operátoři, například 4ka, FunFón, JURO či Tesco mobile.

Cenové nabídky služeb čtyřech největších operátorů jsou opět na stejné úrovni. Pro srovnání jsou níže uvedeny ceny nabízených měsíčních tarifů s neomezeným voláním a SMS jednotlivých společností získaných z jejich webových stránek:

- 4ka: tarif Sloboda 300 + s celkovým objemem 1 GB za 20 EUR,
- O2: Strieborný O2 paušál s celkovým objemem dat 1 GB za 20 EUR,
- Orange: tarif Go 20 s celkovým objemem dat 500 MB + 1 GB za 20 EUR,
- Telecom: tarif Áno M s celkovým objemem dat 500 + 500 MB za 20 EUR.

Výpočet a predikované hodnoty tržeb O2 Slovakia jsou uvedeny v Tab. 3.14.

Tab. 3.14 Predikce tržeb oceňované společnosti na slovenském trhu

	Roky	Tržby odvětví (mil. EUR)	Tempo růstu odvětví (%)	Tržby společnosti (mil. EUR)	Tržní podíl (%)	Tempo růstu (%)	Váhy (%)
Skutečnost	2010	2 184	-	114	5,22	-	-
	2011	2 146	-1,74	158	7,36	41,05	2,5
	2012	2 123	-1,07	192	9,04	22,84	2,5
	2013	2 111	-0,57	208	9,85	8,95	10,0
	2014	2 116	0,24	228	10,80	9,66	10,0
	2015	2 171	2,60	247	11,40	5,50	15,0
	2016	2 073	-4,51	251	12,13	6,37	15,0
	2017	2 145	3,47	264	12,31	1,50	20,0
	2018	2 215	3,30	277	12,51	1,65	25,0
Predikce	2019	2 186	-1,32	288,7	13,20	5,54	φ tempo růstu tržeb
	2020	2 172	-0,63	302,8	13,94	5,54	
	2021	2 156	-0,73	317,2	14,71	5,54	

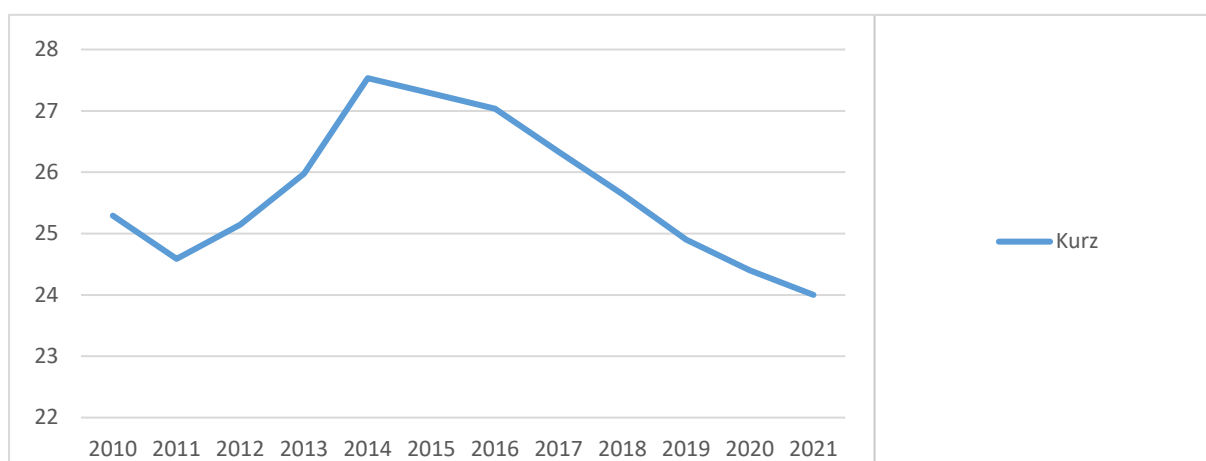
Zdroj: vlastní zpracování

Predikce tržeb společnosti v rámci slovenského trhu je stanovena dosazením do vzorců 2.2-2.4 a je uvedena v Tab. 3.14. Z této tabulky lze vyčíst, že pro následující období je prognózováno tempo růstu v hodnotě 5,54 %, což vede k postupnému zvyšování predikovaných tržeb společnosti až na hodnotu 317 milionu EUR v roce 2021.

3.2.5 Predikce konsolidovaných tržeb společnosti

Na závěr strategické analýzy je stanovena predikce konsolidovaných tržeb oceňované společnosti, a to jako součet predikovaných tržeb společnosti O2 Czech Republic a O2 Slovakia. Tržby slovenského segmentu byly převedeny na českou měnu kurzem CZK/EUR prognózovaným Ministerstvem Financí. Vývoj a predikce kurzu jsou přiblíženy v grafu 3.2

Graf 3.2 Vývoj a predikce kurzu CZK/EUR



Zdroj: vlastní zpracování

V Tab. 3.15 jsou uvedeny predikované hodnoty konsolidovaných tržeb.

Tab. 3.15 Predikce konsolidovaných tržeb

	Tržby O2 CZ (mil. Kč)	Tržby O2 SK (mil. EUR)	Kurz CZK/EUR	Tržby O2 SK (mil. Kč)	Konsolidované tržby (mil. Kč)	Tempo růstu (%)
2018	30 875	277	25,6	7108	37 983	
2019	30 058	288	24,9	7188	37 247	-1,94
2020	29 283	302	24,4	7387	36 671	-1,55
2021	28 437	317	24,0	7612	36 049	-1,69

Vlastní zpracování

Z Tab. 3.15 je patrné, že vývoj prognózovaných tržeb českého segmentu má klesající tendenci s maximem v roce 2019 ve výši 30 058 milionů Kč. Naopak pro slovenský segment je predikován růst tržeb, a to až do výše 7 613 milionů Kč pro rok 2021. S ohledem na aktuální situaci na předmětném trhu je pro roky 2019 a 2021 očekáván klesající trend tempa růstu oceňované společnosti přibližně o necelá 2 % a s tím související postupný pokles konsolidovaných tržeb až na hodnotu 36 049 milionů Kč v roce 2021.

3.3 Finanční analýza

V této kapitole bude posouzena finanční situace společnosti. Posouzení finančního zdraví bude provedeno na základě údajů čerpaných z účetních výkazů společnosti a jiných veřejně přístupných zdrojů, a to za období 2014-2018. Finanční výkazy jsou k nahlédnutí v příloze 3 - konsolidovaný výkaz zisků a ztráty a v příloze 4 – konsolidovaná rozvaha. K posouzení finanční situace bude použita vertikálně-horizontální analýza, analýza pomocí poměrových ukazatelů, konkrétně

pomocí ukazatelů rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti, finanční stability a pomocí ukazatelů s využitím kapitálového trhu. Dále bude provedena analýza pomocí souhrnného ukazatele. Výpočet jednotlivých ukazatelů bude proveden na základě vztahů uvedených v kapitole 2.

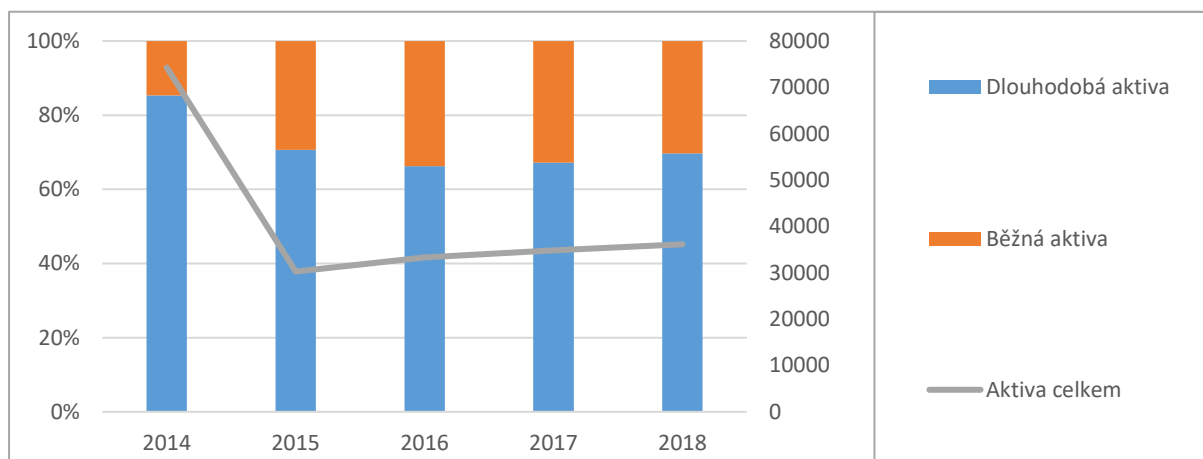
3.3.1 Vertikálně-horizontální analýza

V rámci této podkapitoly bude provedena vertikálně-horizontální analýza účetních výkazů společnosti. Předmětem analýzy bude rozbor vybraných položek rozvahy a dále nákladů společnosti. Výpočty jednotlivých analýz byly provedeny na základě vzorců 2.6-2.8. Veškeré výsledky aplikovaných analýz jsou k nahlédnutí v přílohách 6, 7, 9 a 10. V textu práce jsou pro názornost uvedeny kombinované grafy 3.3-3.9, které podávají informace o vývoji absolutních hodnot vybraných položek v čase a zároveň o vývoji jejich struktury. Pravá osa grafu udává absolutní výši vybrané základny a levé osa pak vypovídá o procentuálním podílu dané položky na této základně.

Analýza rozvahových položek

V rámci vertikálně-horizontální analýzy bude nejprve nastíněn pohled na celková aktiva a pasiva a následně budou tyto položky dále rozčleněny na dílčí složky a dále analyzovány.

Graf 3.3 Vertikálně-horizontální analýza aktiv

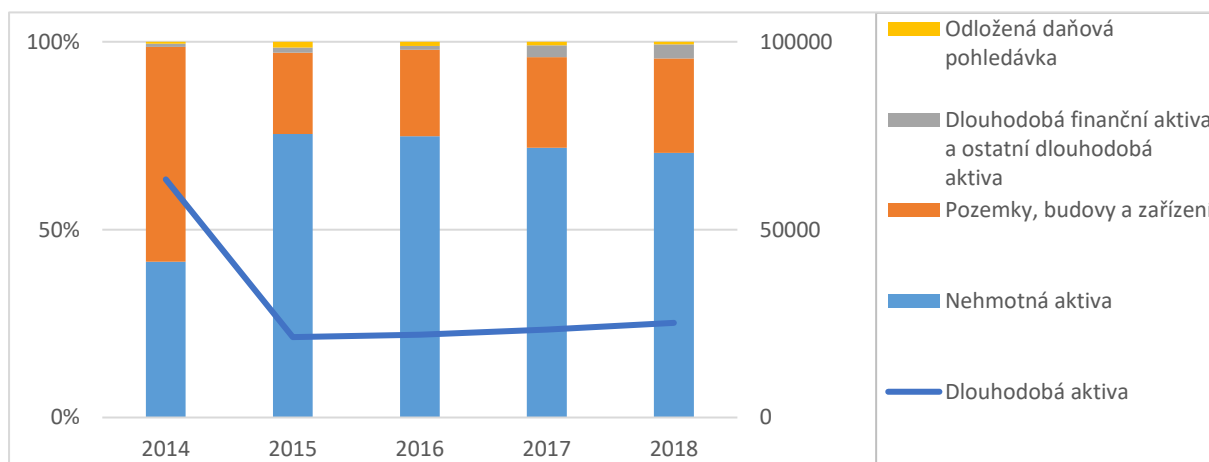


Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu 3.3 je patrný významný pokles aktiv mezi lety 2014–2015. Hodnota celkových aktiv v tomto období poklesla z 76 290 mil. Kč na 30 268 mil. Kč. Tento pokles byl způsobený rozdělením společnosti formou odštěpení se vznikem nové

společnosti Česká telekomunikační infrastruktura a.s. (CETIN) k 1. červnu 2015. Obě společnosti fungují jako vzájemně nezávislé společnosti, kde CETIN je v pozici dodavatele pro O2 CZ. Hlavní činností nově vzniklé společnosti je provoz fixní a mobilní sítě. V důsledku rozdělení přešla na společnost CETIN část jmění, a to zejména pevná veřejná komunikační síť, fyzická infrastruktura mobilní veřejné sítě a datová centra. Do společnosti CETIN byl odštěpen veškerý hmotný a nehmotný majetek související s přístupovou, agregační a přenosovou infrastrukturou fixní a mobilní telekomunikační sítě. Od roku 2015 je vývoj celkových aktiv stabilní s mírně rostoucím trendem. Struktura aktiv je ve sledovaném období téměř neměnná. Majetek společnosti je tvořen převážně dlouhodobými aktivy, jejichž podíl na celkovém majetku se ve sledovaném období pohyboval kolem 70 %.

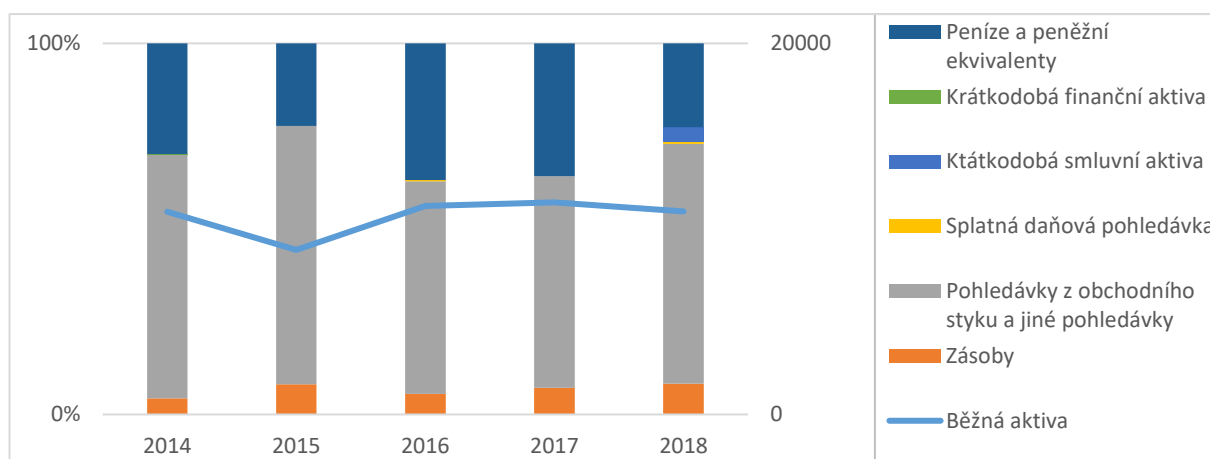
Graf 3.4 Vertikálně-horizontální analýza dl. aktiv



Zdroj: vlastní zpracování

Analýza dlouhodobého majetku je znázorněna v grafu 3.4. Při pohledu na vývoj dlouhodobých aktiv lze opět pozorovat významný pokles mezi lety 2014 a 2015, způsobený výše zmíněným odštěpením. Mezi lety 2015 a 2016 je vývoj takřka neměnný a pohybuje se okolo hodnoty 22 000 mil. Kč. Před odštěpením byl dlouhodobý majetek společnosti tvořen z větší části hmotným majetkem, avšak po odštěpení převažuje majetek dlouhodobý nehmotný, a to přibližně ze 70 %. Dlouhodobý nehmotný majetek je ve společnosti tvořen převážně licencemi, goodwillem a softwarem. Vliv finančního majetku je zanedbatelný.

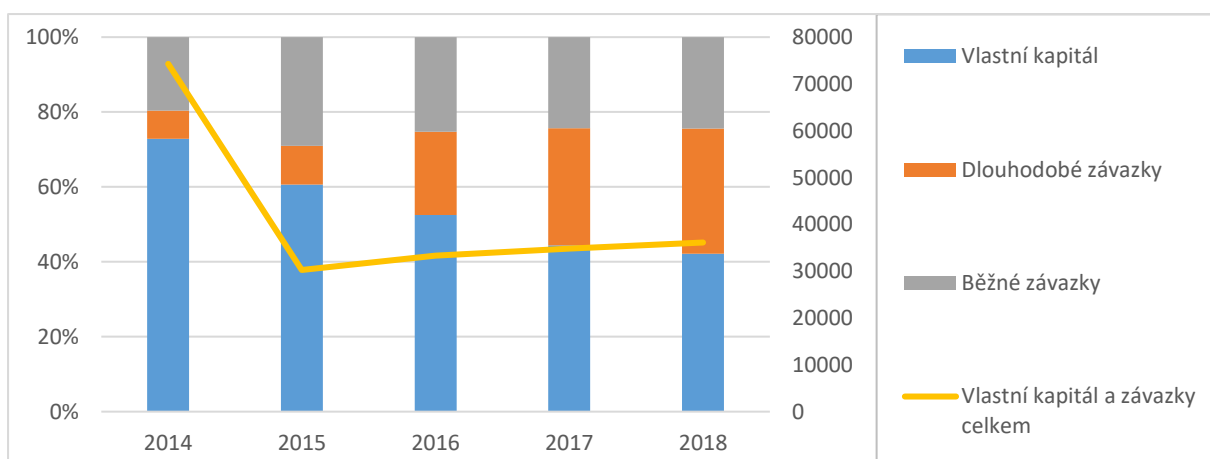
Graf 3.5 Vertikálně-horizontální analýza oběžných aktiv



Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu 3.5 je zřejmé, že ve vývoji absolutních hodnot oběžných aktiv nebyly v celém sledovaném období zaznamenány výrazné změny a hodnoty se pohybovaly v rozmezí od 8 869 mil. do 11 431 mil. Kč. Největší zastoupení ve struktuře oběžných aktiv zauímají pohledávky z obchodního styku, a to v průměru z 60 %. Další významnou položkou jsou peníze a peněžní ekvivalenty. Podíl zásob na oběžných aktivech je zanedbatelný.

Graf 3.6 Vertikálně-horizontální analýza pasiv

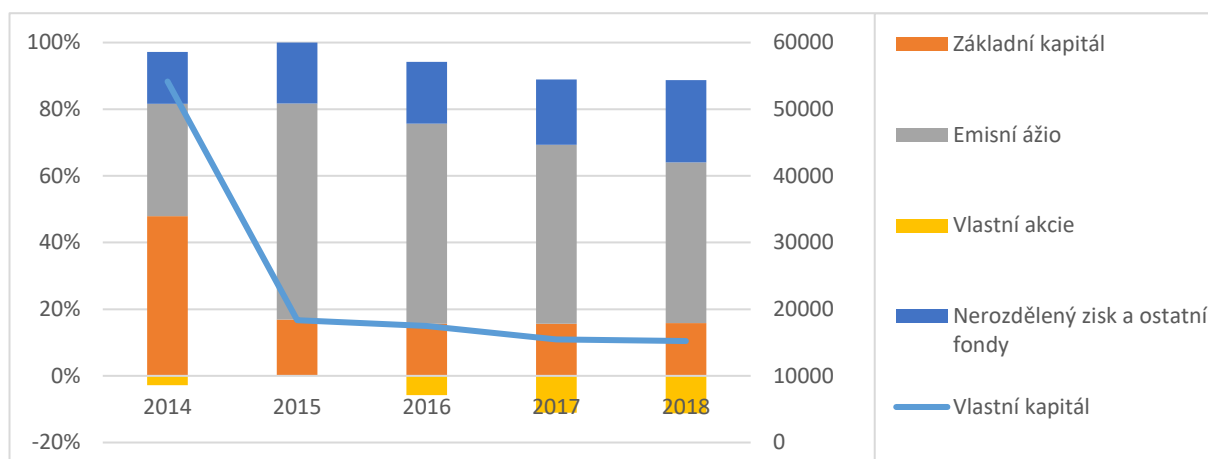


Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu 3.6 je patrný významný pokles celkových pasiv mezi lety 2014 a 2015, což je opět způsobeno výše zmíněným odštěpením. Hodnota celkových pasiv poklesla z 74 290 mil. Kč na 30 268 mil. Kč. Mezi lety 2015 až 2018 již je vývoj stabilní s mírně rostoucím trendem. Z grafu je dále zřejmé, že se ve sledovaném období snižuje podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech. V roce 2014 byl tento podíl ve výši 72 % a v čase se snižuje až na hodnotu 42 % v roce 2018. Oproti tomu roste významnost

financování společnosti dlouhodobými cizími zdroji, podíl cizích zdrojů na celkových pasivech se ve sledovaném období zvýšil ze 7 % na 34 %. Podíl krátkodobých závazků je v celém sledovaném období konstantní a pohybuje se okolo 25 %.

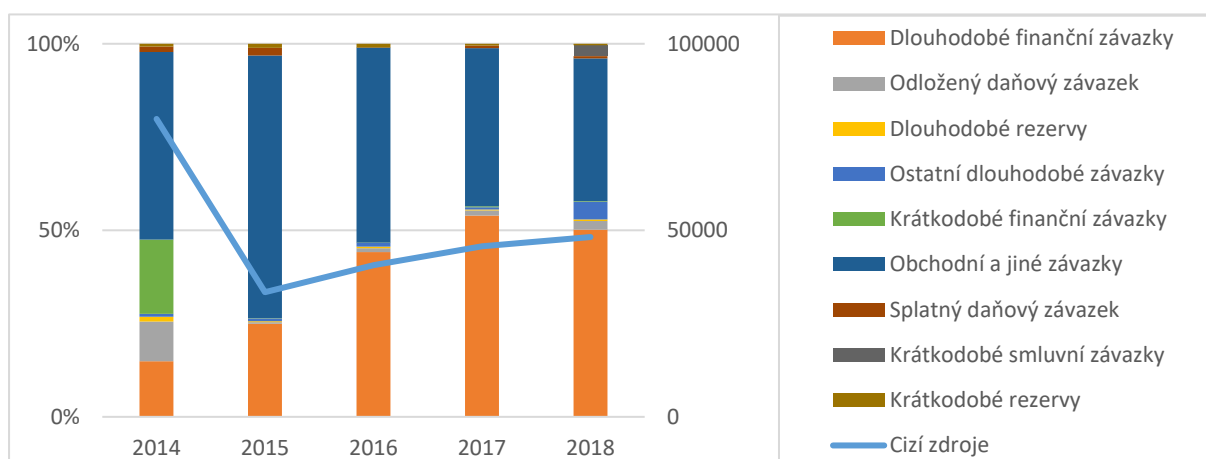
Graf 3.7 Vertikálně-horizontální analýza vlastního kapitálu



Zdroj: vlastní zpracování

Vývoj hodnoty vlastního kapitálu je zaznamenán v grafu 3.7. V roce 2015 je opět patrný pokles z důvodu rozdělení, došlo ke snížení základního kapitálu z 27 mld. Kč na 3 mld. Kč. Jmenovitá hodnota akcií o původní jmenovité hodnotě 87 Kč se snížila na 10 Kč a u akcií s jmenovitou hodnotou 870 Kč na 100 Kč. V souvislosti se snížením základního kapitálu došlo i ke zrušení všech vlastních akcií. Tato změna byla provedena z důvodu optimalizace struktury vlastního kapitálu po odštěpení. V následujících letech je vývoj vlastního kapitálu klesající, v roce 2015 jeho hodnota dosahuje výše 18 344 mil. Kč a dále klesá až na minimální hodnotu v roce 2018 ve výši 15 225 mil. Kč. Struktura vlastního kapitálu je tvořena převážně emisním ážiem, jehož výše se v období od roku 2015 pohybuje okolo 60 %, zbylý podíl na vlastním kapitálu je rovnoměrně rozdělen mezi základní kapitál a nerozdělený zisk a ostatní fondy. Z grafu je také patrné, že společnost skupuje své vlastní akcie, a to od roku 2015, kdy se společnost rozhodla po dobu následujících pěti let odkupovat vlastní kmenové akcie až do výše 10 %. Výjimkou je rok 2018, kdy společnost žádné akcie nenabyla.

Graf 3.8 Vertikálně-horizontální analýza cizích zdrojů



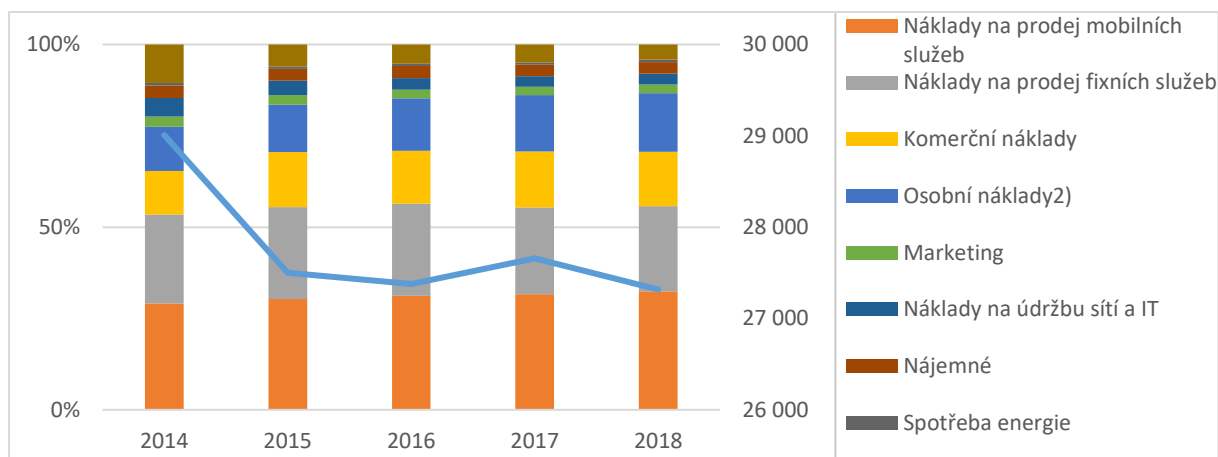
Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu 3.8 lze vyčíst, že vývoj sumační položky cizích zdrojů kopíruje vývoj celkových pasiv. Mezi lety 2015 až 2018 se pohybuje okolo 40 mld. Kč. Struktura cizích zdrojů je tvořena dlouhodobými finančními závazky a obchodními závazky. Podíl dlouhodobých finančních závazků se v čase zvyšuje až na 50 %. Podíl obchodních závazků naopak mírně klesá a od roku 2015 se pohybuje okolo 45 %. Ostatní položky jsou v porovnání s předchozími zanedbatelné.

Analýza nákladů

Z výsledků vertikálně-horizontální analýzy nákladů společnosti uvedené v grafu 3.9 vyplývá, že u položky nákladů je opět patrný velký pokles mezi lety 2014 a 2015, následující vývoj již je poměrně konstantní. Hodnota celkových nákladů se pohybuje okolo výš 27 500 mil. Kč.

Graf 3.9 Vertikálně-horizontální analýza nákladů



Zdroj: vlastní zpracování

Struktura je téměř neměnná v celém sledovaném období. Největší podíl na celkových nákladech tvoří náklady na prodej, a to kolem 50 %. K těmto nákladům patří zejména propojovací a roamingové náklady, náklady na prodané zboží, subdodávky, provize a ostatní přímé náklady. Tyto náklady lze dále dělit na náklady z fixních a mobilních služeb, kdy větší část nákladů připadá na služby mobilní. K mobilním službám lze zařadit internet a data, hlasové služby, MMS a SMS služby. K fixním pak internetové připojení, TV služby a fixní hlasové služby. Další významnou položkou jsou osobní náklady s podílem přibližně 15 % na celkových nákladech a komerční náklady s 10 % podílem.

3.3.2 Ukazatele rentability

Pomocí ukazatelů rentability lze zkoumat schopnost podniku zhodnocovat vložené vstupní prostředky. Výsledné hodnoty jednotlivých ukazatelů jsou stanoveny dosazením do vzorců 2.9-2.12 a jsou uvedeny v Tab. 3.16. Je žádoucí, aby hodnoty ukazatelů vykazovaly v čase rostoucí trend.

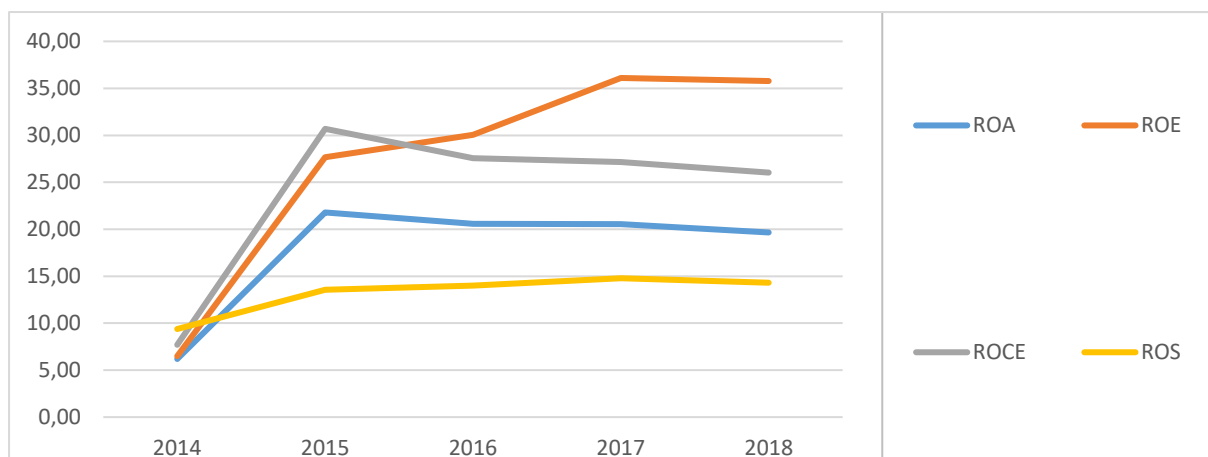
Tab. 3.16 Vývoj výsledných hodnot ukazatelů rentability (%)

	2014	2015	2016	2017	2018
ROA	6,19	21,79	20,59	20,54	19,67
ROE	6,49	27,68	30,04	36,10	35,78
ROCE	7,70	30,69	27,55	27,15	26,03
ROS	9,38	13,55	13,99	14,79	14,30

Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu 3.10 lze vyčíst, že je společnost O2 CZ zisková v celém sledovaném období. Vývoj všech ukazatelů na přelomu prvních dvou let vykázal rapidní nárůst, v dalších letech vykazují stabilní vývoj. U ukazatele ROE lze však pozorovat nárůst ze 30 na 36 %. Tento nárůst byl způsoben snížením emisního ážia, valná hromada v roce 2017 rozhodla o rozdělení části emisního ážia, ve výši přibližně 11,8 mld. mezi akcionáře.

Graf 3.10 Vývoj hodnot ukazatelů rentability



Zdroj: vlastní zpracování

Hodnoty ROA se pohybují okolo 20 %, hodnoty ROCE okolo 27 % a ROS okolo 15 %. Doporučený trend je dodržen pouze u rentability vlastního kapitálu a rentability tržeb. Ukazatel ROE v celém sledovaném období převyšuje ukazatel ROA. Tuto skutečnost lze považovat za pozitivní, neboť společnost je schopná hradit svou zadluženost díky dostatečné ziskovosti.

3.3.3 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Pomocí těchto ukazatelů lze vyjádřit finanční rovnováhu podniku a poměr mezi vlastními a cizími zdroji, jehož optimální poměr patří k základním cílům finančního řízení. Výsledné hodnoty vyhraných ukazatelů jsou stanoveny užitím vzorců 2.13-2.18 a jsou zobrazeny v Tab. 3.17.

Tab. 3.17 Výsledné hodnoty ukazatelů fin. stability a zadluženosti

	2014	2015	2016	2017	2018
Podíl VK na A	0,73	0,61	0,53	0,44	0,42
Stupeň krytí stálých aktiv	0,94	1,00	1,13	1,13	1,08
Majetkový koeficient	1,37	1,65	1,90	2,25	2,37
Celková zadluženost	0,27	0,39	0,47	0,56	0,58
Dlouhodobá zadluženost	0,09	0,15	0,33	0,47	0,48
Běžná zadluženost	0,20	0,29	0,25	0,24	0,24
Zadluženost VK	0,37	0,65	0,90	1,25	1,37

Zdroj: vlastní zpracování

Za nejvýznamnější ukazatel této skupiny je považován podíl vlastního kapitálu na aktivech, který udává, do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji. V čase by se měly hodnoty ukazatele zvyšovat. Z Tab. 3.17 lze vyčíst, že trend tohoto ukazatele je zcela opačný a v čase klesá. V roce 2014 bylo 73 % majetku

společnosti kryto z vlastních zdrojů, v roce 2018 již o téměř o polovinu méně, a to 42 %.

U ukazatele stupně krytí stálých aktiv je doporučováno, aby hodnoty ukazatele dosahovaly minimálně hodnoty 1 a v čase se zvyšovaly. Z Tab. 3.17 je patrné, že rostoucí trend je téměř v celém sledovaném období dodržen a také, že výsledné hodnoty vyjma roku 2014 převyšují doporučenou hodnotu. Lze tedy konstatovat, že v této společnosti jsou všechna stálá aktiva hrazena dlouhodobými zdroji. V roce 2014 byla stálá aktiva kryta dlouhodobým kapitálem z 94 %.

Majetkový koeficient udává poměr mezi celkovými aktivy a vlastním kapitálem. Ukazatel vypovídá o tom, kolikrát celkové zdroje převyšují zdroje vlastní. Výsledné hodnoty ukazatele by měly v čase zůstat stabilní. Z Tab. 3.17 je zřejmé, že výsledné hodnoty vykazují rostoucí trend. V roce 2014 celkové zdroje převyšovaly zdroje vlastní 1,37krát, v roce 2018 již to bylo 2,37krát.

Ukazatel celkové zadluženosti poměřuje cizí kapitál vůči celkovým aktivům. Ukazatel by měl dosahovat hodnot v rozmezí od 30 do 60 % a v čase klesat. Z Tab. 3.17 je patrné, že hodnoty ukazatele se ve sledovaném období vyjma roku 2014 pohybují v doporučeném rozmezí. V roce 2014 však hodnota ukazatele ve výši 27 % téměř dosahuje spodního limitu doporučeného rozmezí.

Díky ukazatelům dlouhodobé a běžné zadluženosti lze říci, že podíl dlouhodobých cizích zdrojů se v čase zvyšuje a podíl krátkodobých cizích zdrojů je konstantní. Firma tak využívá dražší formu financování, na druhou stranu se vystavuje nižšímu riziku spojeným s možností pozdějšího splacení svých závazků.

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu poměřuje vztah cizího a vlastního kapitálu a vypovídá o tom, kolik procent vlastních zdrojů by bylo potřeba na úhradu cizích zdrojů. Akceptovatelná zadluženost by se u stabilních podniků měla pohybovat v rozmezí od 80 do 120 % a měla by v čase klesat. Z Tab. 3.17 je patrné, že trend je v celém sledovaném období opačný, tedy rostoucí a že až do roku 2016 nedosahovaly výsledné hodnoty doporučeného rozmezí a od roku 2017 doporučené rozmezí naopak převyšují. V roce 2014 dosahovala hodnota ukazatele 37 %, dále rostla až na hodnotu 137 % v roce 2018. V letech 2017 a 2018 by společnost nebyla schopna uhradit veškeré své dluhy vlastním kapitálem, protože hodnoty ukazatele byly v tomto období vyšší než 100 %.

3.3.4 Ukazatele aktivity

Pomocí ukazatelů aktivity je analyzována relativní vázanost zdrojů v různých formách majetku. Výsledné hodnoty vybraných ukazatelů jsou stanoveny pomocí vzorců 2.19-2.22 a jsou uvedeny v Tab. 3.18.

Tab. 3.18 Výsledné hodnoty ukazatelů aktivity

	2014	2015	2016	2017	2018
Obrátka celkových A (tis. Kč)	0,50	1,24	1,13	1,08	1,05
Doba obratu aktiv (dny)	713,56	290,72	318,94	331,95	341,50
Doba obratu pohledávek (dny)	68,87	59,33	61,61	62,11	66,80
Doba obratu závazků (dny)	97,35	80,59	79,04	78,21	75,38

Zdroj: vlastní zpracování

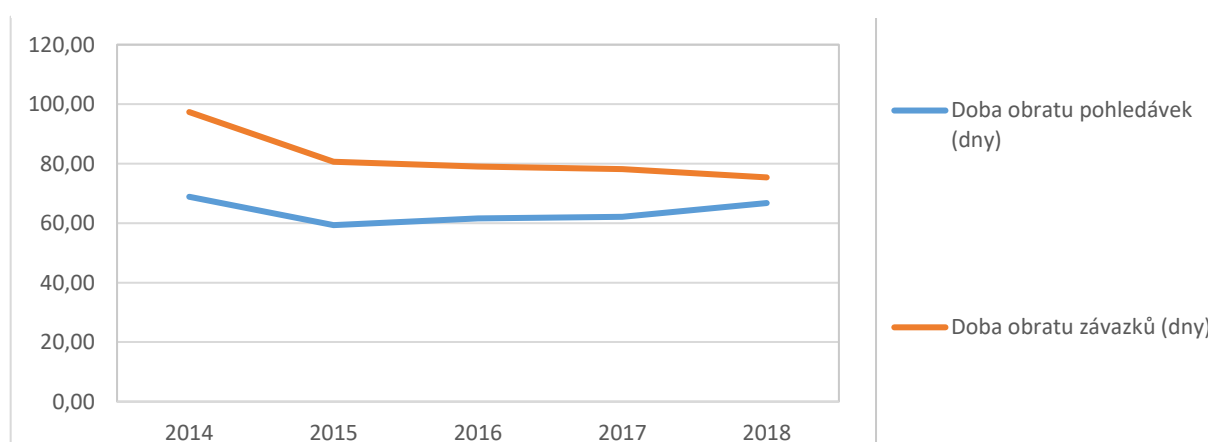
Pomocí ukazatele obrátky celkových aktiv lze určit, zdali je společnost schopna využívat vložené prostředky. Výsledné hodnoty tohoto ukazatele by měly převyšovat 1, ale obecně platí, že čím vyšší hodnoty ukazatel nabývá tím lépe. Z Tab. 3.18 je patrné, že firma dokázala efektivně využívat svůj majetek od roku 2015. V roce 2014 byla hodnota ukazatele 0,5 a nedosahovala doporučené hodnoty. Poté došlo k odštěpení a výsledné hodnoty ukazatele převýšily doporučenou hodnotu. V roce 2015 dosahovala hodnota ukazatele 1,24 a dále mírně klesá na hodnotu 1,05 v roce 2018.

Doba obratu aktiv je obráceným ukazatelem předchozího ukazatele a udává dobu, za kterou dojde k obratu celkových aktiv. Vývoj ukazatele koresponduje s vývojem předchozího. V roce 2014 je doba obratu velice dlouhá díky vysokému podílu fixních aktiv. Od roku 2015 se doba obratu mírně zvyšuje, a to z 290 na 341 dní.

Pro rozpočet peněžních toků je významným ukazatelem doba obratu pohledávek z obchodního styku. Tento ukazatel udává, za jak dlouho firma obdrží peněžní prostředky od svých odběratelů. Pohledávky jsou hrazeny v průměru za 62 dní. Nejnižší hodnoty ukazatel nabývá v roce 2015, kdy společnost čekala v průměru 59 dní na splacení svých pohledávek. V roce 2014 byla hodnota ukazatele nejvyšší, dosahovala 69 dní. Je doporučováno, aby výsledné hodnoty ukazatele v čase klesaly, což dodrženo není.

Dalším důležitým ukazatelem je doba obratu závazků z obchodního styku, jenž vyjadřuje dobu od vzniku závazku po dobu jeho úhrady. Ukazatel by měl být v čase stabilní. Nicméně u této společnosti dochází ke snižování hodnoty ukazatele, což lze považovat za negativní, neboť takto nabyté finanční prostředky jsou považovány za levný a snadno dostupný zdroj financování a podnik jej mohl využít pro jiné účely. V roce 2014 byla doba, po kterou mohla firma disponovat s peněžními prostředky získanými odložením úhrady od okamžiku nákupu 98 dní. V dalších letech se tato doba snižovala, a to až na 75 dní.

Graf 3.11 Vývoj výsledných hodnot ukazatelů doby obratu



Zdroj: vlastní zpracování

Vztah mezi dobou obratu pohledávek a závazků lze dle grafu 3.11 považovat za pozitivní, neboť doba obratu závazků ve sledovaném období převyšuje dobu obratu pohledávek. Odběratelé tak společnosti platili za pohledávky dříve, než společnost musela platit za své závazky.

3.3.5 Ukazatele likvidity

Schopnost podniku hradit své závazky je měřena pomocí ukazatelů likvidity. Výsledné hodnoty vybraných ukazatelů jsou získány dosazením do vzorců 2.23-2.27 a jsou zachyceny v Tab. 3.19.

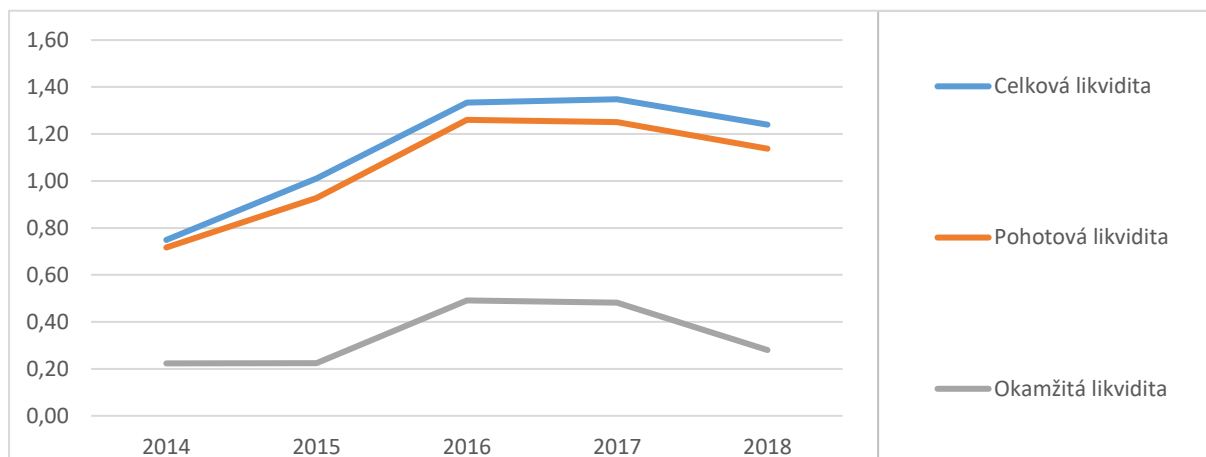
Tab. 3.19 Výsledné hodnoty ukazatelů likvidity

	2014	2015	2016	2017	2018
Celková likvidita	0,75	1,01	1,33	1,35	1,24
Pohotová likvidita	0,72	0,93	1,26	1,25	1,14
Okamžitá likvidita	0,22	0,22	0,49	0,48	0,28
ČPK (mil. Kč)	-3 660	91	2 816	2 951	2 118

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel celkové likvidity udává kolikrát přesahují oběžná aktiva krátkodobé zdroje. Za optimální výsledné hodnoty je považováno rozmezí od 1,5 do 2,5 a stabilní vývoj v čase. Z Tab. 3.19 můžeme vyčíst, že v celém sledovaném období byly výsledné hodnoty ukazatele pod doporučeným spodním limitem, což vypovídá o tom, že část krátkodobých zdrojů byla kryta dlouhodobými aktivy, což není považováno za optimální.

Graf 3.12 Vývoj výsledných hodnot ukazatelů likvidity



Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel pohotové likvidity vylučuje při výpočtu vliv nejméně likvidní části oběžných aktiv – zásob. Výsledné hodnoty ukazatele by se měly pohybovat v rozmezí od 1 do 1,5. Vývoj tohoto a předchozího ukazatele je obdobný, neboť vliv zásob je v této společnosti zanedbatelný, doporučených hodnot je však nyní dosaženo, a to v posledních třech letech.

Ukazatel okamžité likvidity vyjadřuje vztah pohotových platebních prostředků a krátkodobých závazků. Za optimální jsou považovány hodnoty v rozmezí od 0,2 do 0,5. Z Tab. 3.19 lze vyčíst, že se výsledné hodnoty pohybovaly v celém sledovaném období v doporučeném rozmezí.

Za nejvýznamnější rozdílový ukazatel je považován ukazatel čistého pracovního kapitálu, jehož hodnota představuje tu část oběžného majetku, která je financována z dlouhodobých zdrojů. V roce 2014 se dostal ukazatel do záporných hodnot, což znamená, že část stálých aktiv byla kryta finančními zdroji s krátkou dobou splatnosti. Od roku 2015 již jsou hodnoty v kladných číslech. V roce 2017 dosáhla hodnota ukazatele svého maxima, a to výše 2 951 mil. Kč.

3.3.6 Ukazatele s využitím údajů kapitálového trhu

Hodnoty potřebné pro sestavení ukazatelů s využitím kapitálového trhu a jejich výsledné hodnoty jsou dány vztahy 2.28-2.29 a jsou uvedeny v Tab. 3.20.

Tab. 3.20 Výsledné hodnoty ukazatelů

	2014	2015	2016	2017	2018
Počet kusů kmenových akcií	310,22	310,22	310,22	310,22	310,22
Tržní cena akcie (Kč)	233	251	259,8	276,5	241
Čistý zisk na akcii (Kč)	11,33	16,37	16,95	18,01	17,56
P/E ratio	20,56	15,34	15,33	15,35	13,72

Zdroj: vlastní zpracování

U ukazatele čistého zisku na akcii obecně platí, že čím vyšší je hodnota ukazatele, tím atraktivnější je pro investory. Ve vývoji tohoto ukazatele zaznamenaného v Tab. 3.20 lze pozorovat (až na výkyv v roce 2018) rostoucí tendenci, což lze považovat za pozitivní. Hodnoty ukazatele P/E ratio se pohybují v rozmezí od 13,72 do 20,56.

3.3.7 Kralickuv Quick-test

Kralickuv Quick-test je jedním ze souhrnných modelů hodnocení finanční úrovně firmy. Postup sestavení a výsledné vyhodnocení tohoto modelu je uvedeno v Tab. 3.21.

Tab. 3.21 Kralickuv Quick-test

Výpočet jednotlivých ukazatelů

	2014	2015	2016	2017	2018
R1: vlastní kapitál/aktiva celkem	0,73	0,61	0,53	0,44	0,42
R2: (dluhy celkem-PP)/prov. CF	1,30	0,85	1,27	1,81	2,45
R3: EBIT/aktiva	0,06	0,22	0,21	0,21	0,20
R4: provozní CF/provozní výnosy	0,35	0,31	0,24	0,22	0,20

Bodové ohodnocení

	2014	2015	2016	2017	2018
R1: vlastní kapitál/aktiva celkem	4	4	4	4	4
R2: (dluhy celkem-PP)/prov. CF	4	4	4	4	4
R3: EBIT/aktiva	1	4	4	4	4
R4: provozní CF/provozní výnosy	4	4	4	4	4

Výsledné ohodnocení

	2014	2015	2016	2017	2018
FS (R1+R2)/2	4	4	4	4	4
VS (R3+R4)/2	2,5	4	4	4	4
SH (FS+VS)/2	3,25	4	4	4	4

Zdroj: vlastní zpracování

Dle tohoto modelu se společnost O2 CZ nachází ve velmi dobré finanční pozici, neboť ve všech kategoriích převyšuje bodové hodnocení kritérium 3 body.

3.4 SWOT analýza

Silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby společnosti jsou přiblíženy v rámci SWOT analýzy v Tab. 3.22.

Tab. 3.22 SWOT analýza

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> - rozvinutá telekomunikační síť - vlastnictví licencí - vysoký počet zákazníků - dobré postavení na trhu - dobré jméno - odborný management 	<ul style="list-style-type: none"> - regulace ceny fixních služeb ČTÚ - orientace převážně na tuzemský trh - vysoká konkurence
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> - bariéry vstupu do telekomunikačního odvětví - využití nových technologií - rozvoj internetu v mobilních zařízeních - rozšíření do dalších zemí 	<ul style="list-style-type: none"> - zvyšující se konkurenční boj - nečekané zásahy regulátora - zvyšující se podíl telefonování po internetu - negativní vývoj národního hospodářství

Zdroj: vlastní zpracování

Celkově lze konstatovat, že se společnost na základě provedené analýzy nachází v dobré finanční pozici, a to ve všech sledovaných oblastech.

4 Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku

Předmětem této kapitoly je stanovení hodnoty společnosti O2 Czech Republic, a.s. k 1.1.2019 pomocí dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků DCF-Entity, ekonomické přidané hodnoty EVA-Entity a účetní hodnoty. Pro lepší přehled je doplněn údaj na základě tržní kapitalizace. Konečnému stanovení hodnoty však předchází několik nezbytných kroků, kdy prvním krokem bude provedení predikce generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu na období 2019 až 2021. Dalším krokem bude stanovení nákladu kapitálu pomocí metody CAPM a nakonec bude proveden odhad hodnoty společnosti aplikací vybraných metod ocenění.

4.1 Prognóza generátorů hodnoty

Předmětem této kapitoly je prognóza generátorů hodnoty pro období 2019 až 2021. Tyto veličiny prostřednictvím podstatného vlivu na schopnost podniku vytvářet budoucí volné peněžní toky významným způsobem ovlivňují výslednou hodnotu oceňované společnosti, a proto je nezbytné klást patřičný důraz na jejich dlouhodobou predikci. Mezi základní generátory hodnoty je možné zařadit tržby, provozní ziskovou marži, čistý pracovní kapitál a investice do dlouhodobého majetku.

4.1.1 Tržby

Budoucí tržby společnosti byly predikovány na základě strategické analýzy provedené v rámci třetí kapitoly této práce. Prognózované tržby jsou uvedeny v Tab. 4.1. Výsledné hodnoty tržeb vykazují meziroční pokles přibližně o necelá 2 %, což vede k postupnému meziročnímu poklesu tržeb, až na hodnotu 36 049 milionů Kč v roce 2021.

Tab. 4.1 Predikované tržby

Roky	Tržby (mil. Kč)	Tempo růstu (%)
2019	37 247	-1,94
2020	36 671	-1,55
2021	36 049	-1,69

Zdroj: vlastní zpracování

4.1.2 Provozní zisková marže

Projekce provozní ziskové marže může být sestavena dvěma způsoby. V prvním případě je nejprve vypočítána marže za minulé roky jako podíl provozního

výsledku hospodaření sníženého o odpisy a daně ku tržbám. Výsledné hodnoty jsou získány dosazením do vzorce 2.29 a jsou uvedeny v Tab. 4.2, ze které je zřejmé, že vývoj ziskové marže byl v minulých letech stabilní a nevykazoval větší výkyvy, z tohoto důvodu je pro další roky predikována zisková marže ve výši 28 %. Výsledek hospodaření je stanoven jako součin budoucích tržeb a odhadnuté marže.

Tab. 4.2 Prognóza provozní ziskové marže vycházející z VH

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Provozní VH (mil. Kč)	10 142	10 451	10 513	11 163	10 428	10 267	10 093
Tržby (mil. Kč)	37 481	37 594	37 786	38 087	37 248	36 671	36 050
Provozní zisková marže (%)	27,1	27,8	27,8	29,3	28		

Zdroj: vlastní zpracování

V druhém případě jsou nejprve predikovány hlavní nákladové položky, rozdílem výnosů a nákladů je dopočítán provozní zisk, z něhož je pak možné vyčíslit ziskovou marži. Prognóza ziskové marže je předmětem Tab. 4.3. a její hodnota je predikována v totožné výši 28 %.

Tab. 4.3 Prognóza provozní ziskové marže vycházející z nákladů

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby (mil. Kč)	37 481	37 594	37 786	38 087	37 248	36 671	36 050
Náklady na prodej mob. služeb (mil. Kč)	8 348	8 544	8 680	8 793	8 479	8 348	8 207
Náklady na prodej fixních služeb (mil. Kč)	6 906	6 909	6 522	6 296	6 574	6 472	6 362
Komerční N (mil. Kč)	4 159	3 967	4 215	4 030	4 040	3 977	3 910
Osobní náklady (mil. Kč)	3 567	3 928	4 250	4 365	3 974	3 912	3 846
Externí služby (mil. Kč)	4 523	4 030	3 989	3 833	4 042	3 980	3 912
Ostatní prov. výnosy (náklady) (mil. Kč)	-163	-236	-384	-393	-290	-285	-280
Náklady celkem (mil. Kč)	27 340	27 142	27 272	26 924	26 819	26 404	25 957
Provozní zisk (mil. Kč)	10 141	10 452	10 514	11 163	10 429	10 267	10 093
Zisková marže (%)	27,06	27,80	27,83	29,31	28,00		

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnoty jednotlivých položek nákladů jsou stanoveny na základě průměrného podílu z tržeb. Propočty jsou uvedeny v Tab. 4.4.

Tab. 4.4 Podíly z tržeb jednotlivých nákladů (%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Náklady na prodej mobilních služeb	22,27	22,73	22,97	23,09		22,76	
Náklady na prodej fixních služeb	18,43	18,3	17,26	16,53		17,65	
Komerční náklady	11,10	10,55	11,15	10,58		10,85	
Osobní náklady	9,52	10,45	11,25	11,46		10,67	
Externí služby	12,07	10,72	10,56	10,06		10,85	
Ostatní provozní výnosy/(náklady)	-0,43	-0,63	-1,02	-1,03		-0,78	

Zdroj: vlastní zpracování

4.1.3 Čistý pracovní kapitál

Budoucí hodnoty čistého pracovního kapitálu byly získány predikcí jeho dílčích položek. Těmito položkami jsou zásoby, pohledávky z obchodního styku, peněžní prostředky a závazky z obchodního styku. Predikované hodnoty dílčích položek jsou odvozeny na základě hodnot ukazatelů doby obratu jednotlivých položek vztažených ku predikovaným tržbám. Prognózované hodnoty dílčích složek čistého pracovního kapitálu jsou uvedeny v Tab. 4.5. Výsledné hodnoty doby obratu zásob a pohledávek v čase stabilně rostou a ukazatele doby obratu zase stabilně klesají, z důvodu existence trendu jsou budoucí doby obratu odhadnuty na základě průměrného tempa růstu ukazatelů. Doba obratu zásob je odhadnuta na 9,32 dnů, dále se předpokládá, že doba obratu pohledávek bude v čase růstu na hodnotu 69,5 dní a doba obratu závazků naopak klesat na hodnotu 73,72 dnů. Výsledné hodnoty jednotlivých položek ČPK jsou vypočteny dle vztahu 2.31. Hodnota zásob je pro budoucí období odhadnuta ve výši okolo 950 milionů Kč, hodnota pohledávek přibližně 7 000 milionů a obchodní závazky v hodnotě přibližně 7 500 milionů Kč.

Tab. 4.5 Prognóza složek ČPK

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tržby (mil. Kč)	37481	37594	37786	38087	37248	36671	36050
Zásoby (mil. Kč)	722	624	824	906	965	950	934
DO zásob (dny)	6,93	5,98	7,85	8,56		9,32	
Pohl. z obch. styku (mil. Kč)	6177	6434	6519	7067	7192	7081	6961
DO pohledávek (dny)	59,33	61,61	62,11	66,80		69,51	
Obchodní závazky (mil. Kč)	8391	8254	8209	7975	7628	7510	7382
DO závazků (dny)	80,59	79,04	78,21	75,38		73,72	

Zdroj: vlastní zpracování

Další složkou čistého pracovního kapitálu jsou peníze a peněžní ekvivalenty. Hodnoty peněžních prostředků pro budoucí roky vycházejí z předem stanovené hodnoty okamžité likvidity, která je vzhledem k vývoji v minulých letech stanovena ve

výši 0,37. Predikce peněžních prostředků je uvedena v Tab. 4.6. a je dána vztahem 2.31.

Tab. 4.6 Predikce peněžních prostředků

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Peníze a peněžní ekvivalenty (mil. Kč)	1 970	4 137	4 088	2 475	2 819	2 776	2 729
Obchodní závazky (mil. Kč)	8 391	8 254	8 209	7 975	7 628	7 510	7 382
Okamžitá likvidita	0,22	0,49	0,48	0,28	0,37		

Zdroj: vlastní zpracování

Velikost čistého pracovního kapitálu je stanovena jako součet hodnoty zásob, pohledávek a peněžních prostředků snížený o hodnotu obchodních závazků dle vztahu 2.32 a je uvedena v Tab. 4.7. Predikovaná hodnota čistého pracovního kapitálu se od roku 2016 pohybuje kolem hodnoty tří miliard Kč a v podobné výši je stanoven i odhad na budoucí roky.

Tab. 4.7 Predikce ČPK (mil. Kč)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Zásoby	722	624	824	906	965	950	934
Pohledávky z obchodního styku	6 177	6 434	6 519	7 067	7 192	7 081	6 961
Peníze a peněžní ekvivalenty	1 970	4 137	4 088	2 475	2 819	2 776	2 729
Obchodní závazky	8 391	8 254	8 209	7 975	7 628	7 510	7 382
ČPK	478	2 941	3 222	2 473	3 349	3 297	3 241
Δ ČPK		2 463	281	-749	876	-52	-56

Zdroj: vlastní zpracování

4.1.4 Investice

Projekce investic je získána na základě odhadu investiční náročnosti tržeb stanovené z investic brutto dle vztahu 2.33. Pro dosažení větší přesnosti jsou koeficienty náročnosti stanoveny pro nehmotný a hmotný majetek zvlášť. Propočet investiční náročnosti je uveden v Tab. 4.8.

Tab. 4.8 Propočet investiční náročnosti (mil. Kč)

	2015	2016	2017	2018
Tržby	37 481	37 594	37 786	38 087
Celkový součet tržeb				113 467
Nehmotná aktiva				
Stav majetku ke konci roku	16 147	16 515	16 815	17 164
Odpisy	2 550	2 400	2 226	2 426
Investice netto		368	300	349
Investice brutto		2 768	2 526	2 775
Investiční náročnost tržeb 2016-2018				7,11 %
Pozemky, budovy a zařízení				
Stav majetku ke konci roku	4 638	5 075	5 636	6 130
Odpisy	2 015	1 042	1 122	1 147
Investice netto		437	561	494,000
Investice brutto		1 479	1 683	1 641,000
Investiční náročnost tržeb 2016-2018				4,23 %

Zdroj: vlastní zpracování

Dle celkového součtu tržeb na příští tři roky jsou odhadnuty investice brutto celkem na toto období za předpokladu stejné investiční náročnosti jako v minulých letech. Propočet je uveden v Tab. 4.9. Celková investiční náročnost tržeb je 11,34 %.

Tab. 4.9 Propočet celkové výše investic pro tři následující období (mil. Kč)

	2019	2020	2021
Tržby	37 248	36 671	36 050
Celkový součet tržeb			109 969
	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic brutto 2019-2021	
Nehmotná aktiva	7,11 %	7 820,238	
Pozemky, budovy a zařízení	4,23 %	4 654,927	
Celkem	11,34 %	12 475,165	

Zdroj: vlastní zpracování

Plán dlouhodobého majetku je sestaven v Tab. 4.10.

Tab. 4.10 Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (mil. Kč)

	2019	2020	2021
Nehmotná aktiva			
Stav majetku ke konci roku	17 443,1	17 717,9	17 988,0
Investice brutto	2 648,8	2 607,8	2 563,6
Odpisy	2 369,7	2 333,0	2 293,5
Investice netto	279,1	274,8	270,1
Pozemky, budovy a zařízení			
Stav majetku ke konci roku	6 391,0	6 648,0	6 900,6
Investice brutto	1 576,6	1 552,2	1 525,9
Odpisy	1 315,6	1 295,2	1 273,3
Investice netto	261,0	256,9	252,6

Zdroj: vlastní zpracování

Stav majetku ke konci roku je stanoven jako součet stavu majetku ke konci předešlého roku a investic netto. Investice brutto jsou získány na základě již dříve vyjádřeného investičního koeficientu a odpisy jsou stanoveny dle průměrného podílu odpisů na celkových tržbách za minulá období, který pro nehmotná aktiva činí 6,4 % a pro pozemky, budovy a zařízení 3,5 %. Pro následující roky jsou tedy predikovány čisté investice do nehmotných aktiv v průměrné výši 275 milionů Kč a investice do pozemků, budov a zařízení v přibližné výši 255 milionů Kč.

4.2 Finanční plán

Pro účely stanovení hodnoty společnosti výnosovými metodami je nezbytné sestavit finanční plán složený z výkazu zisku a ztráty a rozvahy na období 2019-2021. Plány vycházejí z projekcí generátorů hodnoty propočtených v rámci předchozí kapitoly.

4.2.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Plánovaný výkaz zisku a ztráty je obsažen v Tab. 4.11. Tržby jsou stanoveny na základě výsledku strategické analýzy provedené ve třetí kapitole této práce. Náklady na prodej mobilních a fixních služeb, komerční náklady, osobní náklady, náklady na externí služby a ostatní provozní náklady byly převzaty z predikce ziskové marže, kde byly odvozeny na základě průměrného podílu vztaženého k tržbám. Nákladové úroky jsou stanoveny ve výši 2,57 % z bankovních úvěrů. Odpisy hmotného majetku jsou stanoveny v rámci projekce dlouhodobého majetku. Ostatní položky jsou predikovány jako průměr hodnot minulých let. Sazba daně z příjmu právnických osob je zachována v současné výši 19 %.

Tab. 4.11 Plánovaný výkaz zisku a ztráty (mil. Kč)

	2018	2019	2020	2021
Výnosy	38 087	37 248	36 671	36 050
Náklady na prodej mobilních služeb	8 793	8 479	8 348	8 207
Náklady na prodej fixních služeb	6 296	6 574	6 472	6 362
Komerční náklady	4 030	4 040	3 977	3 910
Osobní náklady	4 365	3 974	3 912	3 846
Externí služby	3 833	4 042	3 980	3 912
Ostatní provozní výnosy/(náklady)	-393	-290	-285	-280
EBITDA	11 163	10 428	10 267	10 093
Odpisy hmotných a nehmotných aktiv	-3 573	-3 685	-3 628	-3 567
EBIT (Provozní hospodářský výsledek)	7 108	6 743	6 639	6 526
Nákladové úroky	-186	-227	-124	-121
EBT (Hospodářský výsledek před zdaněním)	6 916	6 516	6 515	6 405
Daň z příjmu	-1 468	-1 238	-1 238	-1 217
EAT (Hospodářský výsledek po zdanění)	5 448	5 278	5 277	5 188

Zdroj: vlastní zpracování

Z plánovaného výkazu zisku a ztráty lze vyčíst, že je predikován klesající vývoj čistého zisku, jehož hodnota je pro následující roky predikována ve výši kolem 5 miliard Kč.

4.2.2 Plán rozvahy

Plánovaná aktivní strana rozvahy je obsahem Tab. 4.12. Hodnoty dlouhodobého majetku jsou převzaty z plánu investic. Zásoby a krátkodobé pohledávky jsou stanoveny dle analýzy ukazatelů doby obratu, jejichž propočet je zhotoven v rámci projekce čistého pracovního kapitálu. Hodnota peněz a peněžních ekvivalentů je také převzata z projekce ČPK a byla stanovena na základě ukazatele okamžité likvidity.

Tab. 4.12 Plánovaná aktivní strana rozvahy (mil. Kč)

	2018	2019	2020	2021
Dlouhodobá aktiva	25 190	25 036	25 568	26 091
Nehmotná aktiva	17 164	17 443	17 718	17 988
Pozemky, budovy a zařízení	6 130	6 391	6 648	6 901
Ostatní dlouhodobá aktiva	1 896	1 202	1 202	1 202
Běžná aktiva	10 940	10 976	10 806	10 623
Zásoby	906	965	950	934
Pohledávky z obchodního styku a jiné pohledávky	7 067	7 192	7 081	6 961
Peníze a peněžní ekvivalenty	2 475	2 819	2 776	2 729
Aktiva celkem	36 130	36 012	36 374	36 714

Zdroj: vlastní zpracování

Pro sestavení plánovaných pasiv jsou dopočítány položky vlastního kapitálu, kdy základní kapitál je vzhledem k jeho konstantní výši v minulých letech ponechán v hodnotě 3 103 milionu Kč. Dále se nepředpokládá, že by společnost v následujících letech pokračovala ve skupování vlastních akcií, proto je položka vlastní akcie ponechána ve stejné výši jako v roce 2018. Položka emisního ážia v čase klesala, protože společnost snižovala hodnotu emisního ážia formou výplaty nad rámec běžných dividend. Pro další roky již není plánováno snižování emisního ážia, proto je hodnota stanovena ve stejné výši jako v roce 2018. Nerozdělený zisk minulých let je propočten jako součet hodnoty nerozděleného zisku předchozího období a čistého zisku daného období snížen o výplatu dividend a je uveden v Tab. 4.13. Společnost se zavázala vyplácet dividendu ve výši 80–100 % čistého zisku. Pro následující období je velikost dividend stanovena na úrovni 90 % z čistého zisku.

Tab. 4.13 Projekce nerozděleného zisku (mil. Kč)

	2018	2019	2020	2021
Nerozdělený zisk a ostatní fondy	4 857	5 649	6 440	7 218
EAT		5 278	5 277	5 188
Plánovaná výše dividend		4 486,29	4 485,69	4 409,70

Zdroj: vlastní zpracování

Dlouhodobé finanční závazky jsou kvůli nedostačujícím interním informacím ponechány na hodnotě 10 461 milionu Kč. Obchodní závazky jsou převzaty z plánovaného čistého pracovního kapitálu a ostatní položky jsou stanoveny na základě průměru minulých hodnot. Plánovaná pasiva jsou uvedena v Tab. 4.14.

Tab. 4.14 Plánovaná pasivní strana rozvahy (mil. Kč)

	2018	2019	2020	2021
Vlastní kapitál	15 225	16 016	16 808	1 758
Základní kapitál	3 102	3 102	3 102	3 102
Vlastní akcie	-2 204	-2 204	-2 204	-2 204
Emisní ážio	9 470	9 470	9 470	9 470
Nerozdělený zisk a ostatní fondy	4 857	5 649	6 440	7 218
Dlouhodobé závazky	12 083	11 122	11 122	11 122
Dlouhodobé finanční závazky	10 461	10 461	10 461	10 461
Ostatní dlouhodobé závazky	1 622	660,75	660,75	660,75
Běžné závazky	8 822	8 045	7 927	7 799
Obchodní a jiné závazky	7 975	7 627	7 509	7 382
Ostatní krátkodobé závazky	847	417,5	417,5	417,5
Časové rozlišení	0	829	517	206
Vlastní kapitál a závazky celkem	36 130	36 013	36 374	36 714

Zdroj: vlastní zpracování

4.3 Výpočet nákladů kapitálu

Pro účely ocenění aplikací výnosových metod je dále třeba určit náklady kapitálu, kterými se diskontují budoucí peněžní toky generované podnikem. Stanoveny jsou náklady na cizí a vlastní kapitál a vážené náklady celkového kapitálu.

4.3.1 Náklady na vlastní kapitál

Pro určení nákladů na vlastní kapitál je použit model oceňování kapitálových aktiv CAPM. Vzhledem k tomu, že společnost působí jak na českém, tak na slovenském trhu, byly náklady vlastního kapitálu určeny pro oba trhy zvlášť. Výsledná hodnota nákladu vlastního kapitálu je pak stanovena pomocí váženého průměru dle regionálního rozdělení tržeb. Pro Českou republiku je bezriziková sazba dána jako průměrný výnos do splatnosti desetiletých státních dluhopisů s výnosem do splatnosti 1,82 % a byla převzata z databáze ARAD ČNB. Riziková premie je převzata z internetových stránek A. Damodarana a činí 6,94 %. Koeficient beta nezadlužené firmy byl upraven dle průměrné struktury výnosů z fixních a mobilních služeb. Beta pro fixní telekomunikační služby je dle A. Damodarana 0,96 a pro mobilní operátory 0,68. Propočet poměru fixních a mobilních služeb je uveden v Tab. 4.15 na jehož základě je výsledná hodnota nezadluženého beta koeficientu stanovena ve výši 0,767.

Tab. 4.15 Propočet podílu výnosů z jednotlivých služeb

	2015	2016	2017	2018
Provozní výnosy (mil. Kč)	37 568	44 436	37 906	38 197
Fixní (mil. Kč)	11 670	18 330	10 833	10 472
Mobilní (mil. Kč)	25 898	26 106	27 073	27 725
Podíl fixních výnosu na provozních	0,31063671	0,412503	0,2857859	0,2741577
Váhy	0,1	0,2	0,3	0,4
Vážený podíl výnosů z fixních služeb				0,3089632

Zdroj: vlastní zpracování

Pro Slovenskou republiku byla bezriziková sazba opět stanovena jako průměrný výnos do splatnosti desetiletých dluhopisů s výnosností 3,03 %. Hodnota byla převzata z webových stránek Slovenského statistického úřadu. Riziková premie je dle A. Damodarana 7,14 %. Náklady vlastního kapitálu jsou pro jednotlivé země uvedeny jsou získány dosazením do vzorce 2.35 a jsou uvedeny v Tab. 4.16.

Tab. 4.16 Propočet nákladů na vlastní kapitál pro oba trhy

	CZ	SK
R_F	0,0182	0,0303
β^U	0,7670	0,7670
Riziková prémie	0,0694	0,0714
R_E	0,07142	0,0851

Zdroj: vlastní zpracování

Celkové náklady na kapitál jsou stanoveny vzhledem k regionálnímu rozdělení tržeb, jejich podíly jsou uvedeny v Tab. 4.17. Celková hodnota nákladu kapitálu je určena sečtením součinu nákladů kapitálu a podílů výnosů pro jednotlivé trhy. Náklady na vlastní kapitál jsou tak stanoveny ve výši 7,39 %

Tab. 4.17 Regionální rozdělení tržeb

	2015	2 016	2 017	2 018
Výnosy (mil. Kč)	37 481	37 594	37 786	38 087
Výnosy ČR (mil. Kč)	30 885	30 902	30 778	30 713
Podíl výnosů na území ČR	0,82	0,82	0,81	0,81
Váhy	0,1	0,2	0,3	0,4
Vážený průměr				0,81

Zdroj: vlastní zpracování

4.3.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou stanoveny pomocí průměru podílu nákladových úroků k bankovním úvěrům v minulých letech dle vzorce 2.34. Propočet je uveden v Tab. 4.18. Náklady na cizí kapitál jsou tak odhadnuty ve výši 2,57 % a předpokládá se jejich konstantní výše pro všechny roky predikce.

Tab. 4.18 Propočet nákladů na cizí kapitál

	2015	2016	2017	2018
Bankovní úvěry (mil. Kč)	2 970	6 976	10 448	10 461
Nákladové úroky (mil. Kč)	124	168	199	186
Náklady (%)	4,2	2,4	1,9	1,8
Průměr (%)				2,57

Zdroj: vlastní zpracování

4.3.3 Náklady celkového kapitálu

Pro jednotlivé roky predikce jsou celkové náklady kapitálu vypočteny použitím metody vážených nákladů kapitálu WACC. Pro výpočet se předpokládá dosavadní daňová sazba 19 %. Náklady celkového kapitálu jsou propočteny užitím vzorce 2.36 a jeho hodnoty jsou k nahlédnutí v Tab. 4.19.

Tab. 4.19 Stanovení nákladů celkového kapitálu

	2019	2020	2021
R_E (%)	7,3969	7,3969	7,3969
R_D (%)	0,0257	0,0257	0,0257
D (mil. Kč)	19 167	19 049	18 922
E (mil. Kč)	16 016	16 808	17 586
t	0,19	0,19	0,19
WACC (%)	4,5013	4,5732	4,6421

Zdroj: vlastní zpracování

Z Tab. 4.19 je možné vyčíst, že se predikované hodnoty vážených nákladů na kapitál pro následující roky pohybují okolo 4,5 %.

4.3.4 Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF-Entity

V této podkapitole je společnost oceněna dvoufázovou metodou DCF-Entity, kdy první fáze je stanovena na období 2019-2021 a druhá fáze od roku 2022 do nekonečna. Výsledkem metody je ocenění celkového kapitálu, výpočet tak vychází z volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele, který je diskontován náklady na celkový kapitál WACC. Výpočet volných peněžních toků FCFF vychází ze zisku před úroky a daněmi (EBIT) sníženého o daňové zatížení, postup výpočtu a výsledné hodnoty první fáze jsou k nahlédnutí v Tab. 4.20 a vychází ze vzorce 2.39.

Tab. 4.20 Výpočet první fáze metodou DCF-Entity

	2019	2020	2021
EBIT (1-t) (mil. Kč)	5 462	5 377	5 286
Odpisy (mil. Kč)	3 685	3 628	3 566
$\Delta\text{ČPK}$ (mil. Kč)	1 624,62	-927,45	-4,02
Investice (mil. Kč)	4 225	4 160	4 089
FCFF (mil. Kč)	3 297	5 773	4 768
Rok	1	2	3
WACC (%)	4,50	4,57	4,64
Diskontované FCFF (mil. Kč)	3 155	5 279	4 160
Hodnota první fáze (mil. Kč)			12 595

Zdroj: vlastní zpracování

Pro výpočet hodnoty 2. fáze je nezbytné vyčíslit pokračující hodnotu, která je stanovena pomocí Gordonova vzorce (2.40). Tempo růstu je stanoveno na základě výsledků strategické analýzy 1,07 %, což odpovídá dlouhodobému vývoji relevantního trhu. Diskontováním pokračující hodnoty průměrnými náklady na kapitál je získána hodnota 2. fáze. Výpočet hodnoty druhé fáze i výsledné hodnoty společnosti dán vztahem 2.41 a je uveden v Tab. 4.21.

Tab. 4.21 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF-Entity (mil. Kč)

PH	120 074
Hodnota druhé fáze (PH disk.)	100 411
Výsledná hodnota brutto	113 006
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	10 461
Výsledná hodnota netto	102 545

Zdroj: vlastní zpracování

Součtem první a druhé fáze je získána brutto hodnota společnosti. Pro získání výsledné netto hodnoty je od hodnoty brutto odečtena velikost úročeného cizího kapitálu složeného z bankovních úvěrů a výpomocí oceněného účetní hodnotou k datu ocenění. Výsledná hodnota společnosti zjištěná metodou DCF-Entity je:

102 545 892 100 Kč.

4.3.5 Stanovení hodnoty společnosti metodou EVA-Entity

Další aplikovanou metodou pro stanovení hodnoty podniku je metoda ekonomické přidané hodnoty EVA-Entity. Pro výpočet je rovněž jako u předchozí metody zvolená dvoufázová metoda a je počítáno s 1,07% tempem růstu. Pro použití metody je nezbytné stanovit zisk z operační činnosti po dani (NOPAT), ten je v rámci této diplomové práce stanoven jako EBIT po zdanění, za čistá operační aktiva (NOA) jsou považována všechna aktiva. Výpočet je proveden dosazením do vzorců 2.47-2.49.

Tab. 4.22 Stanovení hodnoty společnosti metodou EVA-Entity (mil. Kč)

	2019	2020	2021
NOPAT (EBIT *(1-t))	5 462	5 377	5 286
NOA	36 130	36 012	36 374
WACC * NOA	1 626	1 646	1 688
Eva	3 835	3 730	3 597
Diskontovaná EVA	3 670	3 411	3 139
Hodnota první fáze	10 221		
Pokračující hodnota	90 611		
Hodnota druhé fáze (PH disk.)	75 773		
Výsledná hodnota brutto	85 995		
Dluh	10 461		
Výsledná hodnota netto	75 534		

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota společnosti stanovená metodou EVA-Entity je:

75 534 112 436 Kč.

4.3.6 Stanovení hodnoty společnosti účetní metodou

Výsledná hodnota zjištěná pomocí této metody vychází z historických cen a je považována pouze za metodu doplňkovou. Výpočet je dán rozdílem hodnot celkových aktiv a cizích zdrojů převzatých z účetní závěrky k datu ocenění. Postup výpočtu je zobrazen v Tab. 4.23.

Tab. 4.23 Stanovení hodnoty účetní metodou

Aktiva celkem (mil. Kč)	36 130
Cizí zdroje (mil. Kč)	20 905
Účetní hodnota k 1.1.2019 (mil. Kč)	15 225

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota společnosti stanovená účetní metodou je:

15 225 000 000 Kč.

4.3.7 Stanovení hodnoty společnosti na bázi tržní kapitalizace

Pro lepší přehled je možné doplnit údaj na základě tržní kapitalizace, která představuje tržní hodnotu všech vydaných akcií. Pro stanovení tržní kapitalizace je nejprve vypočtena průměrná cena akcie za rok 2018, která je následně vynásobena průměrným počtem běžných akcií.

Tab. 4.24 Stanovení hodnoty na bázi tržní kapitalizace

Průměrná cena 2018 (Kč)	264,68
Průměrný počet akcií 2018 (Ks)	310 220 057
Tržní kapitalizace (Kč)	82 109 268 942

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota společnosti stanovená na bázi tržní kapitalizace je:

82 109 268 942 Kč.

5 Zhodnocení výsledků

Předmětem této kapitoly je komparace dosažených hodnot společnosti získaných aplikací vybraných metod ocenění a provedení analýzy citlivosti u výnosových metod aplikovaných pro stanovení hodnoty podniku.

Tab. 5.1 Srovnání získaných hodnot společnosti dle jednotlivých metod

Metoda	Výsledná hodnota
DCF-Entity	102 545 892 100
EVA-Entity	75 534 112 436
Účetní metoda	15 225 000 000

Zdroj: vlastní zpracování

Společnost O2 Czech Republic, a.s. byla k 1.1. 2019 oceněna pomocí tří metod, a to dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků na bázi Entity, dvoufázovou metodou ekonomické přidané hodnoty na bázi Entity a účetní metodou. V Tab. 5.1 jsou zobrazeny výsledné hodnoty společnosti dosažené aplikací jednotlivých metod. Metodou diskontovaných peněžních toků bylo dosaženo nejvyšší hodnoty, a to 102 545 milionů Kč. Hodnota získaná užitím metody EVA se od předchozí hodnoty nepatrně odlišuje a dosahuje výše 75 534 milionů Kč. Pro doplnění byla hodnota společnosti stanovena také na bázi tržní kapitalizace, a to v hodnotě 82 109 milionů Kč. Všechny tyto hodnoty několikanásobně převyšují účetní hodnotu vlastního kapitálu, která dosahuje k datu ocenění hodnoty 15 225 milionů Kč.

5.1 Citlivostní analýza pro metodu DCF-Entity

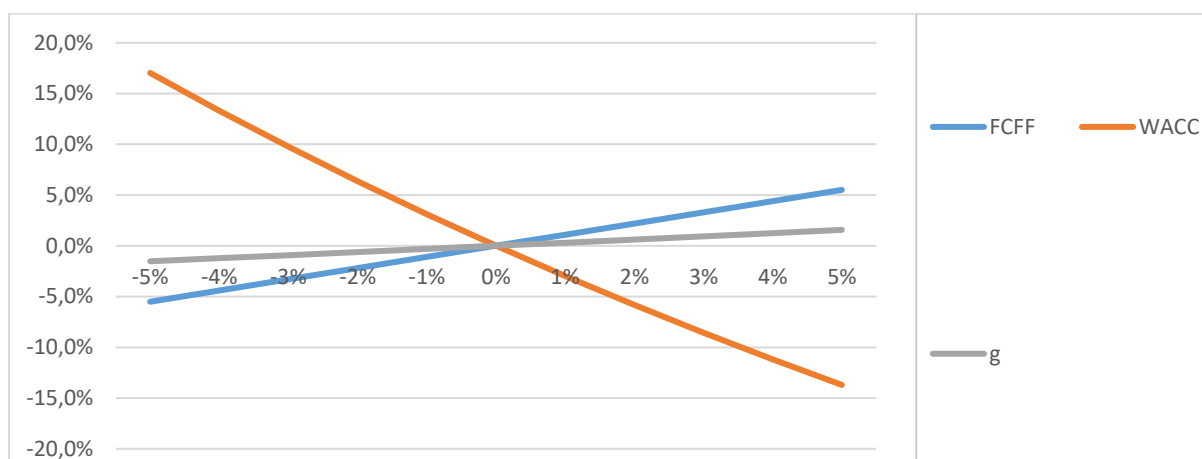
Smyslem citlivostní analýzy je určení vlivu jednotlivých faktorů na výslednou hodnotu společnosti. Pro účely této diplomové práce je použita jednofaktorová citlivostní analýza, při které je zkoumána změna výsledné hodnoty podniku v závislosti na změně jednoho faktoru za předpokladu, že ostatní hodnoty zůstanou nezměněny. Analýza je provedena pro hlavní parametry vstupující do výpočtu hodnoty, tedy volné peněžní toky (FCFF), vážené náklady vlastního kapitálu (WACC) a tempo růstu (g). Provedená analýza citlivosti vychází ze vzorce 2.55 a je předmětem Tab. 5.2.

Tab. 5.2 Citlivostní analýza pro metodu DCF-Entity

α (%)	FCFF		WACC		g	
	Hodnota (mi. Kč)	rel. změna (%)	Hodnota (mi. Kč)	rel. změna (%)	Hodnota (mi. Kč)	rel. změna (%)
-5	96 896	-5,5	120 014	17,0	100 983	-1,5
-4	98 026	-4,4	116 194	13,3	101 292	-1,2
-3	99156	-3,3	112 548	9,8	101 602	-0,9
-2	100 286	-2,2	109 064	6,4	101 915	-0,6
-1	101 416	-1,1	105 733	3,1	102 229	-0,3
0	102 546	0,0	102 546	0,0	102 546	0,0
1	103 676	1,1	99 494	-3,0	102 864	0,3
2	104 806	2,2	96 570	-5,8	103 185	0,6
3	105 936	3,3	93 765	-8,6	103 506	0,9
4	107 066	4,4	91 075	-11,2	103 831	1,3
5	108 196	5,5	88 491	-13,7	104 158	1,6

Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu 5.1 je patrné, že největší vliv na výslednou hodnotu společnosti mají náklady na celkový kapitál (WACC). Pro příklad: v případě snížení WACC o 1 % dojde ke zvýšení hodnoty podniku o 3,1 %, jedná se tedy o negativní závislost. U dalších dvou parametrů lze pozorovat závislost pozitivní, kdy v případě snížení hodnoty FCFF o 1 % dojde k poklesu hodnoty o 1,1 % a snížení tempa růstu o 1 % povede ke snížení hodnoty o 0,3 %

Graf 5.1 Citlivostní analýza pro metodu DCF-Entity

Zdroj: vlastní zpracování

5.2 Citlivostní analýza pro metodu EVA-Entity

Jednofaktorová analýza citlivosti je provedena také pro metodu EVA, v rámci které byly jako parametry vstupující do výpočtu hodnoty zvoleny opětovně náklady na celkový kapitál, tempo růstu a také čistý operační zisk (NOPAT).

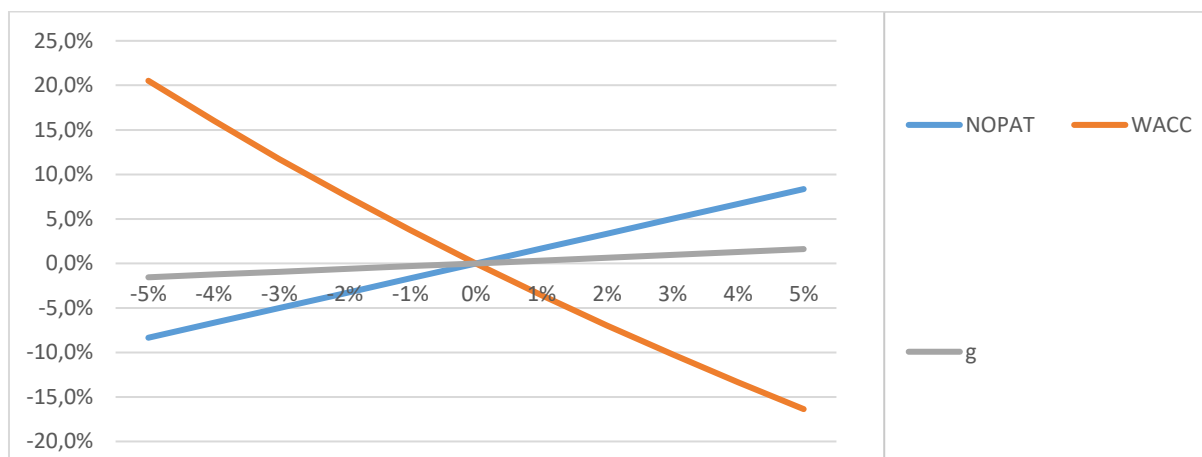
Tab. 5.3 Citlivostní analýza pro metodu EVA-Entity

A (%)	NOPAT		WACC		g	
	Hodnota (mil Kč)	Rel. změna (%)	Hodnota (mil. Kč)	Rel. změna (%)	Hodnota (mil. Kč)	Rel. změna (%)
-5	69 229	-8,3	91 031	20,5	74 355	-1,6
-4	70 490	-6,7	87 631	16,0	74 588	-1,3
-3	71 751	-5,0	84 391	11,7	74 822	-0,9
-2	73 012	-3,3	81 301	7,6	75 058	-0,6
-1	74 273	-1,7	78 352	3,7	75 295	-0,3
0	75 534	0,0	75 534	0,0	75 534	0,0
1	76 795	1,7	72 841	-3,6	75 774	0,3
2	78 056	3,3	70 264	-7,0	76 014	0,6
3	79 317	5,0	67 798	-10,2	76 259	1,0
4	80 578	6,7	65 436	-13,4	76 504	1,3
5	81 839	8,3	63 172	-16,4	76 750	1,6

Zdroj: vlastní zpracování

Z grafu 5.2 lze vyčíst, že vlivy jednotlivých parametrů jsou obdobné jako u předchozí metody. Největší vliv na hodnotu společnosti mají celkové náklady na kapitál, kdy snížení tohoto parametru o 1 % vede ke snížení hodnoty o 3,7 %. Nejmenší vliv na hodnotu má parametr g, jehož snížení o 1 % způsobí snížení hodnoty podniku o 0,3 %.

Graf 5.2 Citlivostní analýza pro metodu EVA-Entity



Zdroj: vlastní zpracování

5.3 Analýza scénářů

Na základě provedené citlivostní analýzy lze stanovit scénáře citlivosti odhadů hodnoty podniku v případě optimistických a pesimistických variant. U obou variant je uvažována 5% změna vybraného parametru. Z výsledků citlivostní analýzy je patrné, že u obou výnosových metod má největší vliv na výslednou hodnotu podniku změna vážených nákladů na kapitál (WACC). Interval hodnot získaný při změně WACC je uveden v Tab. 5.4.

Tab. 5.4 Interval hodnot při změně WACC

	Pesimistická varianta	Optimistická varianta
DCF	88 491	120 014
EVA	63 172	91 031

Zdroj: vlastní zpracování

Dalšími parametry ovlivňující hodnotu podniku jsou zvoleny volné peněžní toky (FCFF) pro metodu DCF a čistý operační zisk (NOPAT) pro metodu EVA. Změny obou těchto parametrů mají pozitivní vliv na výslednou hodnotu společnosti. Interval hodnot dosažený při změně těchto parametrů je zobrazen v Tab. 5.5

Tab. 5.5 Interval hodnot při změně FCFF a NOPAT

	Pesimistická varianta	Optimistická varianta
DCF	96 896	108 196
EVA	69 229	81 839

Zdroj: vlastní zpracování

Posledním zkoumaným faktorem je tempo růstu (g), jehož změna má u obou metod nejmenší vliv na změnu hodnoty podniku. Interval hodnot získaných při změně tempa růstu je uveden v Tab. 5.6.

Tab. 5.6 Interval hodnot při změně g

	Pesimistická varianta	Optimistická varianta
DCF	100 983	104 158
EVA	74 355	76 750

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě provedené analýzy scénářů byl stanoven interval hodnoty společnosti O2 CZ v rozmezí od 63 172 do 120 014 milionů Kč.

6 Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty společnosti O2 Czech Republic a.s. vybranými metodami ocenění k 1.1.2019 za účelem případného prodeje nespécifikovanému kupujícímu.

Práce byla, mimo úvod a závěr, strukturována do čtyř částí, kde v první části byla přiblížena metodika a teoretická východiska nezbytná pro stanovení hodnoty společnosti.

V rámci druhé kapitoly diplomové práce byla představena společnost O2 Czech Republic, a.s., která je poskytovatelem mobilních a pevných služeb a je považována za jednoho z největších integrovaných poskytovatelů telekomunikačních služeb na českém trhu. V další části kapitoly byla provedena strategická analýza s cílem predikovat budoucí tržby společnosti. Vzhledem k tomu, že oceňovaná společnost prostřednictvím 100% vlastněné společnosti O2 Slovakia působí vedle trhu českého i na trhu slovenském a výnosy z tohoto regionu nejsou zanedbatelné a v čase rostou, byly předmětem strategické analýzy oba dva zmíněné trhy. Prognóza konsolidovaných tržeb pak byla stanovena jako součet predikovaných tržeb společnosti O2 CZ a O2 Slovakia. Na základě provedené strategické analýzy je pro český segment prognózován klesající vývoj tržeb s maximem v roce 2019 ve výši 30 058 milionů Kč. Naopak pro slovenský segment je predikován růst tržeb, a to až do výše 7 613 milionů Kč pro rok 2021. S ohledem na aktuální situaci na předmětném trhu je pro roky 2019 a 2021 očekáván klesající trend tempa růstu oceňované společnosti přibližně o 1,5 % a s tím související postupný pokles konsolidovaných tržeb až na hodnotu 36 049 milionů Kč v roce 2021.

Předmětem druhé kapitoly bylo také provedení analýzy finančního zdraví podniku pomocí vertikálně-horizontální analýzy, poměrových ukazatelů, Kralickova Quick-testu a SWOT analýzy. Na základě výsledku aplikovaných analýz lze říci, že je společnost rentabilní, je tedy schopná zhodnocovat vložený kapitál a zároveň je likvidní, což značí, že je schopna platit své závazky včas a v potřebné výši. Ani v ostatních analyzovaných oblastech nebyly zjištěny skutečnosti, které by mohly negativně ovlivnit finanční zdraví společnosti. Lze tedy usuzovat, že se oceňovaná společnost nachází v dobré finanční pozici.

Ve třetí části diplomové práce byla stanovena prognóza generátorů hodnot a sestaven budoucí finanční plán pro tři následující období, tedy pro roky 2019-2021. Pomocí modelu CAPM byla stanovena hodnota vlastního kapitálu ve výši 7,39 %. Hodnota cizího kapitálu byla stanovena jako průměrný poměr nákladových úroků k dlouhodobým úvěrům ve výši 2,57 %. Náklady celkového kapitálu byly stanoveny aplikací metody WACC a pro následující období predikovány ve výši okolo 4,5 %.

Společnost O2 Czech Republic, a.s. byla k 1.1. 2019 oceněna pomocí tří metod, a to dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků, dvoufázovou metodou ekonomické přidané hodnoty a metodou účetní hodnoty. Pro doplnění byl uveden i údaj na bázi tržní kapitalizace. Metodou diskontovaných peněžních toků bylo dosaženo nejvyšší hodnoty, a to 102 545 milionu Kč. Hodnota získaná užitím metody EVA dosahovala výše 75 534 milionů Kč a hodnota na bázi tržní kapitalizace 82 109 milionů Kč. Všechny tyto metody několikanásobně převyšovaly účetní hodnotu vlastního kapitálu, která dosahovala k datu ocenění hodnoty 15 225 milionů Kč.

V rámci čtvrté kapitoly byly zhodnoceny a shrnuty výsledné hodnoty společnosti zjištěné užitím vybraných metod ocenění a také byla provedena analýza citlivosti pro aplikované výnosové metody, na jejímž základě byly stanoveny odhady hodnot podniku v případě optimistických i pesimistických scénářů vývoje vybraných parametrů.

Seznam použité literatury

Knižní publikace

1. COPELAND, Thomas E., Tim KOLLER a Jack MURRIN. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 3rd ed. New York: Wiley, c2000. Wiley finance series. ISBN 0-471-36190-9.
2. DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 978-04-71751-21-2.
3. DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
4. HANČLOVÁ, Jana. *Ekonometrické modelování: klasické přístupy s aplikacemi*. Praha: Professional Publishing, 2012. ISBN 978-80-7431-088-1.
5. KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9.
6. KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha: C.H. Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6.
7. KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. Praha: Grada Publishing, 2010. ISBN 978-80-247-3349-4.
8. KUBÍČKOVÁ, Dana a Irena JINDŘICHOVSKÁ. *Finanční analýza a hodnocení výkonnosti firmy*. Praha: C.H. Beck, 2015. ISBN 978-80-7400-538-1.
9. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
10. RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4. aktualiz. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. ISBN 978-80-247-3916-8.
11. ZMEŠKAL, Zdeněk, Dana DLUHOŠOVÁ a Tomáš TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2013. ISBN 978-80-86929-91-0.

Internetové zdroje

12. BCPP PRAGUE STOCK EXCHANGE. O2 C.R. Graf [online]. [cit. 07.04.2019]. Dostupné z: https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/akcie/graf/?ISIN=CZ0009093209&ID_NOTATION=111378
13. DAMODARAN, Aswath. Damodaran online: Current Data [online]. [cit. 10.04. 2019]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

14. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ARAD systém časových řad* [online]. [01.04.2019]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_KOREN
15. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Veřejná databáze* [online]. [01.04.2019]. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=statistiky>
16. MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Makroekonomická predikce* [online]. [01.04.2019]. Dostupné z: <https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce>
17. MINISTERSTVO FINANCÍ SLOVENSKEJ REPUBLIKY. *Makroekonomické prognózy* [online]. [01.04.2019]. Dostupné z: <https://www.finance.gov.sk/sk/financie/institut-financnej-politiky/ekonomicke-prognozy/makroekonomicke-prognozy/makroekonomicke-prognozy.html>
18. MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analytické materiály a statistiky* [online]. [01.04.2019]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/>
19. MINISTERSTVO SPRÁVEDLNOSTI. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. [01.04.2019]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>
20. ORANGE | NAJVÄČŠÍ MOBILNÝ OPERÁTOR NA SLOVENSKU. *Paušály Go* [online]. Dostupné z: <https://www.orange.sk/e-shop/pausaly/go>
21. O2 CZECH REPUBLIC *Vztahy s investory*. [online]. [01.04.2019]. Dostupné z: <https://www.o2.cz/spolecnost>
22. O2 SLOVAKIA, S.R.O *Mobilné telefóny, internet a volacie programy* [online]. [cit. 07.04.2019]. Dostupné z: <https://www.o2.sk/>
23. SLOVAK TELEKOM. *Mobilné paušály ÁNO - Telekom. Mobilné telefóny, Paušály, Magio Internet a Televízia* [online]. [cit. 07.04.2019]. Dostupné z: <https://www.telekom.sk/volania/pausal>
24. ŠTATISTICKÝ ÚŘAD SLOVENSKEJ REPUBLIKY. *Odvetvová štatistika* [online]. [01.04.2019]. Dostupné z: <https://slovak.statistics.sk/wps/portal/ext/themes/sectoral/>
25. T-MOBILE.CZ. *Neomezené tarify: Volání, SMS a internet v mobilu* [online]. [cit. 07.04.2019]. Dostupné z: <https://www.t-mobile.cz/tarify>
26. VODAFONE CZECH REPUBLIC A.S. *Mobilní tarify* [online]. [cit. 07.04.2019]. Dostupné z: <https://www.vodafone.cz/tarify/>
27. 4KA – SLOVENSKÝ MOBILNÝ OPERÁTOR. *SLOBODA + Dáta navyše*. [online]. Copyright © 2019 SWAN Mobile, a.s. Všetky práva sú vyhradené. [cit. 07.04.2019]. Dostupné z: <https://www.4ka.sk/pausaly-sloboda-plus>

Seznam zkratk

Abs.	Absolutní
BCPP	Burza cenných papírů Praha
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash Flow
CZ	Cizí zdroje
ČPK	Čitý pracovní kapitál
ČTÚ	Český telekomunikační úřad
DI.	Dlouhodobý
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
EPS	Čistý zisk na akcii
FCF	Volné peněžní toky
FCFE	Volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	Volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
g	tempo růstu
Kr.	Krátkodobý
Ln	Přirozený logaritmus
MVA	Tržní přidaná hodnota
N	Náklady
O2	O2 Czech Republic a.s.
O2 CZ	O2 Czech Republic a.s.
O2 SK	O2 Slovakia, s.r.o.
Obch.	Obchodní
Pohl.	Pohledávky
PPP	Pohotové peněžní prostředky
PH	Pokračující hodnota
R _D	Náklady cizího kapitálu
R _E	Náklady vlastního kapitálu
Rel.	Relativní/relevantní
ROA	Rentabilita aktiv
ROC	Rentabilita nákladů
ROCE	Rentabilita dlouhodobých zdrojů

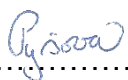
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
VHML	Výsledek hospodaření minulých let
VK	Vlastní kapitál
VZZ	Výkaz zisku a ztráty
WACC	Celkové náklady kapitálu

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 10. července 2019


.....
Bc. Lucie Pyšová

Seznam příloh

Příloha 1 - Klasifikace dle CZ-NACE

Příloha 2 - Struktura dceřiných společností a majetkových podílů

Příloha 3 - Konsolidovaný výkaz zisků a ztráty

Příloha 4 - Konsolidovaná rozvaha

Příloha 5 - Konsolidovaná výkaz peněžních toků

Příloha 6 - Vertikální analýza konsolidované rozvahy

Příloha 7 - Horizontální analýza rozvahy

Příloha 8 - Celkové konsolidované náklady

Příloha 9 - Vertikální analýza nákladů

Příloha 10 - Horizontální analýza nákladů

Klasifikace dle CZ-NACE

Klasifikace CZ-NACE

61.20	Činnosti související s bezdrátovou telekomunikační sítí	68.20	Pronájem a správa vlastních nebo pronajatých nemovitostí
26.20	Výroba počítačů a periferních zařízení	68.31	Zprostředkovatelské činnosti realitních agentur
27.11	Výroba elektrických motorů, generátorů a transformátorů	69.20	Účetnické a auditorské činnosti; daňové poradenství
41.20	Výstavba bytových a nebytových budov	70.2	Poradenství v oblasti řízení
43.21	Elektrické instalace	71.1	Architektonické a inženýrské činnosti a související technické poradenství
45.20	Opravy a údržba motorových vozidel, kromě motocyklů	71.12.2	Zeměměřické a kartografické činnosti
46.19	Zprostředkování nesespecializovaného velkoobchodu a nesespecializovaný velkoobchod v zastoupení	74	Ostatní profesní, vědecké a technické činnosti
52.10	Skladování	77	Činnosti v oblasti pronájmu a operativního leasingu
58.1	Vydávání knih, periodických publikací a ostatní vydavatelské činnosti	82.9	Podpůrné činnosti pro podnikání j. n.
61.10	Činnosti související s pevnou telekomunikační sítí	85.59	Ostatní vzdělávání j. n.
62.0	Činnosti v oblasti informačních technologií	95.11	Opravy počítačů a periferních zařízení
62.02	Poradenství v oblasti informačních technologií	95.2	Opravy výrobků pro osobní potřebu a převážně pro domácnost
63	Informační činnosti		

Zdroj: webové stránky společnosti

Struktura dceřiných společností a majetkových podílů

DCEŘINÉ SPOLEČNOSTI (stav k 31. prosinci 2017)					
Obchodní firma	Oblast podnikání	IČO	Základní kapitál	Podíl O2 CZ	Člen koncernu
O2 Slovakia, s.r.o.	Mobilní služby a služby v oblasti internetu a přenosu dat; samostatný finanční agent v rozsahu povolení Národní banky Slovenska	35848863	103 203 437 EUR	100,00 %	ANO
4Local, s.r.o.	Služby přístupu k internetu na technologii Wi-Fi	24161357	67 765 000 Kč	100,00 %	ANO
O2 Family, s.r.o.	Mobilní služby a služby v oblasti internetu a přenosu dat; poskytování nebo zprostředkování spotřebitelského úvěru	24215554	200 000 Kč	100,00 %	ANO
O2 TV s.r.o.	Provozovatel vysílání televizního kanálu O2 Sport	03998380	1 000 000 Kč	100,00 %	ANO
O2 IT Services s.r.o.	Servisní služby v oblasti informačních technologií	02819678	200 000 000 Kč	100,00 %	ANO
Bolt Start Up Development a.s.	Startup fond	04071336	2 000 000 Kč	100,00 %	ANO
O2 Business Services, a.s.*	Mobilní služby a služby v oblasti internetu a přenosu dat	50087487	25 000 EUR	100,00 %	ANO
eKasa s.r.o.	Poskytovatel řešení pro elektronickou evidenci tržeb	05089131	100 000 Kč	100,00 %	ANO
O2 Financial Services s.r.o.	Zprostředkovatel finančních služeb	05423716	200 000 Kč	100,00 %	ANO
Mluvii.com s.r.o.**	On-line komunikační platforma	27405354	200 000 Kč	90,00 %	NE
Misterine s.r.o.**	Virtualní a rozšířená realita	05249899	100 000 Kč	80,00 %	NE
INTENS Corporation s.r.o.**	Poskytování služeb v oblasti dopravní telematiky	28435575	210 000 Kč	100,00 %	NE
TapMedia s.r.o.**	Vývoj mobilních aplikací	03853365	1 000 Kč	100,00 %	NE
Smart home security s.r.o.**	Chytrá řešení pro zabezpečení domácností	06321399	5 000 Kč	100,00 %	NE

* Vlastněno prostřednictvím dceřiné společnosti O2 Slovakia, s.r.o.

** Vlastněno prostřednictvím dceřiné společnosti Bolt Start Up Development a.s.

MAJETKOVÉ PODÍLY V JINÝCH SPOLEČNOSTECH (stav k 31. prosinci 2017)					
Obchodní firma	Oblast podnikání	IČO	Základní kapitál	Podíl O2 CZ	Člen koncernu
První certifikační autorita, a.s.	Poskytování služeb certifikační autority	26439395	20 000 000 Kč	23,25 %	NE
AUGUSTUS spol. s r.o.*	Aukční prodej a poradenské služby	49356160	166 000 Kč	39,76 %	NE
Dateio s.r.o.*	Vývoj marketingové platformy pro cílený marketing	02216973	201 000 Kč	21,40 %	NE

** Vlastněno prostřednictvím dceřiné společnosti Bolt Start Up Development a.s.

*** Výkon vlastnických práv je omezen probíhajícím konkurzem

SPOLEČNÉ PODNIKY (stav k 31. prosinci 2017)					
Obchodní firma	Oblast podnikání	IČO	Základní kapitál	Podíl O2 CZ	Člen koncernu
Tesco Mobile ČR s.r.o.	Virtuální operátor na předplacené mobilní služby	29147506	200 000 Kč	50,00 %	NE
Tesco Mobile Slovakia, s.r.o.*	Virtuální operátor na předplacené mobilní služby	36863521	5 000 EUR	50,00 %	NE

* Vlastněno prostřednictvím dceřiné společnosti O2 Slovakia, s.r.o.

Zdroj: výroční zpráva společnosti 2017

Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ ZISKŮ A ZTRÁT	2014	2015	2016	2017	2018
Provozní výnosy	37405	37385	37522	37709	37996
Neprovozní výnosy	73	96	72	77	91
Výnosy	37480	37481	37594	37786	38087
Aktivace dlouhodobého majetku	201	217	312	347	335
Náklady na prodej	-18970	-19413	-19421	-19417	-19119
Provozní náklady	-10038	-8089	-7958	-8240	-8198
Ostatní provozní výnosy/(náklady) ¹⁾	-539	-54	-76	37	58
EBITDA	8134	10142	10451	10513	11163
EBITDA marže ²⁾	0,217	0,271	0,279	0,279	0,294
Snížení hodnoty aktiv	-173	-27	-152	-7	-27
Odpisy hmotných a nehmotných aktiv	-3363	-3520	-3442	-3348	-3573
Odpisy přírůstkových nákladů na získání smlouvy					-455
EBIT (Provozní hospodářský výsledek)	4597	6595	6857	7158	7108
Čisté finanční zisky (ztráty)	-100	-166	-90	-59	-194
Podíl na hospodářském výsledku v joint venture	9	10	-23	-1	2
EBT (Hospodářský výsledek před zdaněním)	4505	6438	6744	7098	6916
Daň z příjmu	-990	-1361	-1485	-1511	-1468
EAT (Hospodářský výsledek po zdanění)	3515	5077	5259	5587	5448
Konsolidované investice ³⁾	9482	3291	4407	4418	4417

Zdroj: výroční zprávy společnosti za období 2014-2018

Konsolidovaná rozvaha

KONSOLIDOVANÁ ROZVAHA	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobá aktiva	63370	21399	22071	23411	25190
Nehmotná aktiva	26276	16147	16515	16815	17164
Pozemky, budovy a zařízení	36200	4638	5075	5636	6130
Přírůstkové náklady na získání smlouvy	0	0	0	0	678
Dlouhodobá finanční aktiva a ostatní dlouhodobá aktiva	581	291	231	744	916
Dlouhodobá smluvní aktiva	0	0	0	0	134
Odložená daňová pohledávka	313	323	250	216	168
Běžná aktiva	10920	8869	11235	11431	10940
Zásoby	470	722	624	824	906
Pohledávky z obchodního styku a jiné pohledávky	7170	6177	6434	6519	7067
Splatná daňová pohledávka	0	0	40	0	81
Krátkodobá smluvní aktiva					411
Krátkodobá finanční aktiva	23	0	0	0	0
Peníze a peněžní ekvivalenty	3256	1970	4137	4088	2475
Aktiva celkem	74290	30268	33306	34842	36130
Vlastní kapitál	54153	18344	17504	15475	15225
Základní kapitál	27461	3102	3102	3102	3102
Vlastní akcie	-1596	0	-1152	-2204	-2204
Emisní ážio	19349	11894	11894	10676	9470
Nerozdělený zisk a ostatní fondy	8939	3348	3660	3901	4857
Nekontrolní podíl	0	0	1	0	0
Dlouhodobé závazky	5557	3146	7382	10887	12083
Dlouhodobé finanční závazky	3000	2970	6976	10448	10461
Odložený daňový závazek	2152	60	170	270	484
Dlouhodobé smluvní závazky	0	0	0	0	66
Dlouhodobé rezervy	251	22	57	53	81
Ostatní dlouhodobé závazky	155	94	179	116	991
Běžné závazky	14580	8778	8419	8480	8822
Krátkodobé finanční závazky	4004	11	1	38	38
Obchodní a jiné závazky	10135	8391	8254	8209	7975
Splatný daňový závazek	299	245	8	139	116
Krátkodobé smluvní závazky	0	0	0	0	610
Krátkodobé rezervy	143	131	156	94	83
Vlastní kapitál a závazky celkem	74290	30268	33306	34842	36130

Zdroj: výroční zprávy společnosti za období 2014-2018

Konsolidovaný výkaz peněžních toků

KONSOLIDOVANÝ VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ	2014	2015	2016	2017	2018
Zisk před zdaněním	5178	8614	6744	7098	6916
Úpravy o nepeněžní položky:					
Odpisy budov a zařízení	8324	2015	1042	1122	1147
Odpisy nehmotných aktiv	2412	2550	2400	2226	2426
Odpisy přírůstkových nákladů na získání smlouvy	0	0	0	0	455
Ostatní	573	339	381	237	402
Peněžní toky z provozní činnosti před změnou provozního kapitálu	16487	13518	10567	10683	11346
Změna provozního kapitálu	-2250	-198	258	-904	-2186
Zvýšení/(snížení) pohledávek a ostatních aktiv	-751	-402	-245	-853	-1132
Zvýšení/(snížení) finančních závazků oceňovaných reálnou hodnotou prostřednictvím výsledku hospodaření	0	0	88	-1	0
Snížení/zvýšení stavu zásob	58	-342	-3	-225	-70
Zvýšení/(snížení) přírůstkových nákladů na získání smlouvy	0	0	0	0	-594
Zvýšení/(snížení) smluvních aktiv	0	0	0	0	-91
Zvýšení/(snížení) smluvních závazků	0	0	0	0	0
Zvýšení/(snížení) obchodních a jiných závazků	-1557	546	418	175	-299
Peněžní toky z provozní činnosti	14557	13320	10825	9779	9160
Zaplacené úroky	-64	-124	-168	-1199	-186
Přijaté úroky	1	4	14	1	11
Zaplacená daň z příjmů	-1538	-1557	-1579	-1230	-1458
Čisté peněžní toky z provozní činnosti	12976	11643	9192	8451	7527
Peněžní toky z investiční činnosti					
Pořízení dlouhodobého hmotného majetku	-2727	-1701	-1510	-1914	-1479
Pořízení dlouhodobého nehmotného majetku	-9330	-1285	-3387	-2663	-1382
Výnosy z prodeje dlouhodobého majetku	27	146	16	15	13
Ostatní	5	-498	380	40	35
Čisté peněžní toky z investiční činnosti	-12025	-3338	-4501	-4522	-2813
Peněžní toky z finanční činnosti					
Čerpání úvěrů	4000	3000	5000	5511	1200
Splátky úvěrů	0	-7000	-1000	-2000	-1200
Pořízení vlastních akcií	0	0	-1152	-1052	0
Distribuce peněžních prostředků společnosti CETIN	0	-1970	0	0	0
Dividenda vyplacená	-5585	-4033	-4946	-6394	-6332
Čisté peněžní toky z finanční činnosti	-1585	-10003	-2098	-3935	-6332
Čisté zvýšení /snížení stavu peněz a peněžních ekvivalentů	-634	-1698	2593	-6	-1618
Peníze a peněžní ekvivalenty na začátku období	3890	3256	1538	4137	4088
Vliv pohybu měnových kurzů na stav peněz a peněžních ekvivalentů	0	-20	6	-43	5
Peníze a peněžní ekvivalenty na konci období	3256	1538	4137	4088	2475
Volné hotovostní toky¹⁾	951	6335	4691	3929	4714

Zdroj: výroční zprávy společnosti za období 2014-2018

Vertikální analýza konsolidované rozvahy

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY	2014 %	2015 %	2016 %	2017 %	2018 %
Dlouhodobá aktiva	85,30	70,70	66,27	67,19	69,72
Nehmotná aktiva	35,37	53,35	49,59	48,26	47,51
Pozemky, budovy a zařízení	48,73	15,32	15,24	16,18	16,97
Přírůstkové náklady na získání smlouvy	-	-	-	-	1,88
Dlouhodobá finanční aktiva a ostatní dlouhodobá aktiva	0,78	0,96	0,69	2,14	2,54
Dlouhodobá smluvní aktiva	-	-	-	-	0,37
Odložená daňová pohledávka	0,42	1,07	0,75	0,62	0,46
Běžná aktiva	14,70	29,30	33,73	32,81	30,28
Zásoby	0,63	2,39	1,87	2,36	2,51
Pohledávky z obchodního styku a jiné pohledávky	9,65	20,41	19,32	18,71	19,56
Splatná daňová pohledávka	-	-	0,12	-	0,22
Krátkodobá smluvní aktiva	-	-	-	-	1,14
Krátkodobá finanční aktiva	0,03	-	-	-	-
Peníze a peněžní ekvivalenty	4,38	6,51	12,42	11,73	6,85
Aktiva celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Vlastní kapitál	72,89	60,61	52,56	44,41	42,14
Základní kapitál	36,96	10,25	9,31	8,90	8,59
Vlastní akcie	- 2,15	-	- 3,46	- 6,33	- 6,10
Emisní ážio	26,05	39,30	35,71	30,64	26,21
Nerozdělený zisk a ostatní fondy	12,03	11,06	10,99	11,20	13,44
Nekontrolní podíl	-	-	0,00	-	-
Dlouhodobé závazky	7,48	10,39	22,16	31,25	33,44
Dlouhodobé finanční závazky	4,04	9,81	20,95	29,99	28,95
Odložený daňový závazek	2,90	0,20	0,51	0,77	1,34
Dlouhodobé smluvní závazky	-	-	-	-	0,18
Dlouhodobé rezervy	0,34	0,07	0,17	0,15	0,22
Ostatní dlouhodobé závazky	0,21	0,31	0,54	0,33	2,74
Běžné závazky	19,63	29,00	25,28	24,34	24,42
Krátkodobé finanční závazky	5,39	0,04	0,00	0,11	0,11
Obchodní a jiné závazky	13,64	27,72	24,78	23,56	22,07
Splatný daňový závazek	0,40	0,81	0,02	0,40	0,32
Krátkodobé smluvní závazky	-	-	-	-	1,69
Krátkodobé rezervy	0,19	0,43	0,47	0,27	0,23
Vlastní kapitál a závazky celkem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Zdroj: vlastní zpracování

Horizontální analýza rozvahy

HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY	2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
	Abs. Δ	Rel. Δ	Abs. Δ	Rel. Δ	Abs. Δ	Rel. Δ	Abs. Δ	Rel. Δ
	tisíc Kč	%	tisíc Kč	%	tisíc Kč	%	tisíc Kč	%
Dlouhodobá aktiva	- 41 971,00	- 66,23	672,00	3,14	1 340,00	6,07	1 779,00	7,60
Nehmotná aktiva	- 10 129,00	- 38,55	368,00	2,28	300,00	1,82	349,00	2,08
Pozemky, budovy a zařízení	- 31 562,00	- 87,19	437,00	9,42	561,00	11,05	494,00	8,77
Přírůstkové náklady na získání smlouvy	-	-	-	-	-	-	678,00	-
Dlouhodobá finanční aktiva a ostatní dlouhodobá aktiva	- 290,00	- 49,91	- 60,00	- 20,62	513,00	222,08	172,00	23,12
Dlouhodobá smluvní aktiva	-	-	-	-	-	-	134,00	-
Odložená daňová pohledávka	10,00	3,19	- 73,00	- 22,60	- 34,00	- 13,60	- 48,00	- 22,22
Běžná aktiva	- 2 051,00	- 18,78	2 366,00	26,68	196,00	1,74	- 491,00	- 4,30
Zásoby	252,00	53,62	- 98,00	- 13,57	200,00	32,05	82,00	9,95
Pohledávky z obchodního styku a jiné pohledávky	- 993,00	- 13,85	257,00	4,16	85,00	1,32	548,00	8,41
Splatná daňová pohledávka	-	-	40,00	-	- 40,00	- 100,00	81,00	-
Krátkodobá smluvní aktiva	-	-	-	-	-	-	411,00	-
Krátkodobá finanční aktiva	- 23,00	-100,00	-	-	-	-	-	-
Peníze a peněžní ekvivalenty	- 1 286,00	- 39,50	2 167,00	110,00	- 49,00	- 1,18	-1 613,00	- 39,46
Aktiva celkem	- 44 022,00	- 59,26	3 038,00	10,04	1 536,00	4,61	1 288,00	3,70
Vlastní kapitál	- 35 809,00	- 66,13	- 840,00	- 4,58	- 2 029,00	- 11,59	- 250,00	- 1,62
Základní kapitál	- 24 359,00	- 88,70	-	-	-	-	-	-
Vlastní akcie	1 596,00	-100,00	-1 152,00	-	-1 052,00	91,32	-	-
Emisní ážio	- 7 455,00	- 38,53	-	-	-1 218,00	- 10,24	-1 206,00	- 11,30
Nerozdělený zisk a ostatní fondy	- 5 591,00	- 62,55	312,00	9,32	241,00	6,58	956,00	24,51
Nekontrolní podíl	-	-	1,00	-	- 1,00	- 100,00	-	-
Dlouhodobé závazky	- 2 411,00	- 43,39	4 236,00	134,65	3 505,00	47,48	1 196,00	10,99
Dlouhodobé finanční závazky	- 30,00	- 1,00	4 006,00	134,88	3 472,00	49,77	13,00	0,12
Odložený daňový závazek	- 2 092,00	- 97,21	110,00	183,33	100,00	58,82	214,00	79,26
Dlouhodobé smluvní závazky	-	-	-	-	-	-	66,00	-
Dlouhodobé rezervy	- 229,00	- 91,24	35,00	159,09	- 4,00	- 7,02	28,00	52,83
Ostatní dlouhodobé závazky	- 61,00	- 39,35	85,00	90,43	- 63,00	- 35,20	875,00	754,31
Běžné závazky	- 5 802,00	- 39,79	- 359,00	- 4,09	61,00	0,72	342,00	4,03
Krátkodobé finanční závazky	- 3 993,00	- 99,73	- 10,00	- 90,91	37,00	3 700,00	-	-
Obchodní a jiné závazky	- 1 744,00	- 17,21	- 137,00	- 1,63	- 45,00	- 0,55	- 234,00	- 2,85
Splatný daňový závazek	- 54,00	- 18,06	- 237,00	- 96,73	131,00	1 637,50	- 23,00	- 16,55
Krátkodobé smluvní závazky	-	-	-	-	-	-	610,00	-
Krátkodobé rezervy	- 12,00	- 8,39	25,00	19,08	- 62,00	- 39,74	- 11,00	- 11,70
Vlastní kapitál a závazky celkem	- 44 022,00	- 59,26	3 038,00	10,04	1 536,00	4,61	1 288,00	3,70

Zdroj: vlastní zpracování

Celkové konsolidované náklady

CELKOVÉ KONSOLIDOVANÉ NÁKLADY	2014	2015	2016	2017	2018
Náklady na prodej	18 970	19 413	19 421	19 417	19 119
Náklady na prodej služeb ¹⁾	15 496	15 254	15 453	15 202	15 089
Náklady na prodej mobilních služeb	8 442	8 348	8 544	8 680	8 793
Náklady na prodej fixních služeb	7 055	6 906	6 909	6 522	6 296
Komerční náklady	3 474	4 159	3 967	4 215	4 030
Mobilní hardware a ostatní náklady	1 969	2 640	2 520	2 996	3 134
Fixní hardware a ostatní náklady	199	260	309	243	292
Províze	1 304	1 259	1 139	976	605
Provozní náklady	10 038	8 089	7 958	8 240	8 198
Osobní náklady²⁾	3 496	3 567	3 928	4 250	4 365
Externí služby	6 542	4 523	4 030	3 989	3 833
Marketing	810	711	652	624	620
Náklady na údržbu sítí a IT	1 475	1 098	864	790	809
Nájemné a náklady na provoz budov a vozidel	995	891	896	861	854
Spotřeba energie	209	165	165	183	190
Snížení hodnoty pohledávek	0	0	0	192	235
Ostatní externí náklady ³⁾	3 054	1 658	1 452	1 339	1 125
Celkové náklady	29 008	27 502	27 378	27 657	27 317

Zdroj: výroční zprávy společnosti za období 2014-2018

Vertikální analýza nákladů

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA NÁKLADŮ	2014 %	2015 %	2016 %	2017 %	2018 %
Náklady na prodej	65,40	70,59	70,94	70,21	69,99
Náklady na prodej služeb ¹⁾	53,42	55,47	56,44	54,97	55,24
Náklady na prodej mobilních služeb	29,10	30,35	31,21	31,38	32,19
Náklady na prodej fixních služeb	24,32	25,11	25,24	23,58	23,05
Komerční náklady	11,98	15,12	14,49	15,24	14,75
Mobilní hardware a ostatní náklady	6,79	9,60	9,20	10,83	11,47
Fixní hardware a ostatní náklady	0,69	0,95	1,13	0,88	1,07
Provize	4,50	4,58	4,16	3,53	2,21
Provozní náklady	34,60	29,41	29,07	29,79	30,01
Osobní náklady²⁾	12,05	12,97	14,35	15,37	15,98
Externí služby	22,55	16,45	14,72	14,42	14,03
Marketing	2,79	2,59	2,38	2,26	2,27
Náklady na údržbu sítí a IT	5,08	3,99	3,16	2,86	2,96
Nájemné	3,43	3,24	3,27	3,11	3,13
Spotřeba energie	0,72	0,60	0,60	0,66	0,70
Snížení hodnoty pohledávek	-	-	-	0,69	0,86
Ostatní externí náklady ³⁾	10,53	6,03	5,30	4,84	4,12
Celkové náklady	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Zdroj: vlastní zpracování

Horizontální analýza nákladů

HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA NÁKLADŮ	2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
	Abs. Δ tisíc Kč	Rel. Δ %	Abs. Δ tisíc Kč	Rel. Δ %	Abs. Δ tisíc Kč	Rel. Δ %	Abs. Δ tisíc Kč	Rel. Δ %
Náklady na prodej	442,63	2,33	8,00	0,04	- 4,00	- 0,00	- 298,00	- 1,53
Náklady na prodej služeb ¹⁾	- 241,56	- 1,56	199,00	1,30	- 251,00	- 0,02	- 113,00	- 0,74
Náklady na prodej mobilních služeb	- 94,35	- 1,12	196,00	2,35	136,00	0,02	113,00	1,30
Náklady na prodej fixních služeb	- 149,21	- 2,11	3,00	0,04	- 387,00	- 0,06	- 226,00	- 3,47
Komerční náklady	685,18	19,72	- 192,00	- 4,62	248,00	0,06	- 185,00	- 4,39
Mobilní hardware a ostatní náklady	670,66	34,06	- 120,00	- 4,55	476,00	0,19	138,00	4,61
Fixní hardware a ostatní náklady	60,95	30,62	49,00	18,85	- 66,00	- 0,21	49,00	20,16
Províze	- 45,42	- 3,48	- 120,00	- 9,53	- 163,00	- 0,14	- 371,00	- 38,01
Provozní náklady	- 1 948,68	- 19,41	- 131,00	- 1,62	282,00	0,04	- 42,00	- 0,51
Osobní náklady²⁾	71,34	2,04	361,00	10,12	322,00	0,08	115,00	2,71
Externí služby	- 2 019,02	- 30,86	- 493,00	- 10,90	- 41,00	- 0,01	- 156,00	- 3,91
Marketing	- 98,89	- 12,21	- 59,00	- 8,30	- 28,00	- 0,04	- 4,00	- 0,64
Náklady na údržbu sítí a IT	- 377,04	- 25,56	- 234,00	- 21,31	- 74,00	- 0,09	19,00	2,41
Nájemné a náklady na provoz budov a vozidel	- 103,88	- 10,44	5,00	0,56	- 35,00	- 0,04	- 7,00	- 0,81
Spotřeba energie	- 44,01	- 21,06	-	-	18,00	0,11	7,00	3,83
Snížení hodnoty pohledávek	-	-	-	-	192,00	-	43,00	22,40
Ostatní externí náklady ³⁾	- 1 396,20	- 45,71	- 206,00	- 12,42	- 113,00	- 0,08	- 214,00	- 15,98
Celkové náklady	- 1 506,05	- 5,19	- 124,00	- 0,45	279,00	0,01	- 340,00	- 1,23

Zdroj: vlastní zpracování